TỦ SÁCH DOANH TRÍ
Do PACE tuyển chọn & giới thiệu

JOHN P. CALVERLEY

KHI BONG BÓNG VỠ

When the Bubble burst

Làm Sao Để Sống Sót Sau Khủng Hoảng Tài Chính?

NHÀ XUẤT BẢN TRẺ
dtBOOKS

KHI BONG BÓNG VỠ

Tác giả: John P. Calverley

Dịch giả: Nguyễn Thị Thu Hương

Thể loại: Kinh tế - Quản trị

Số trang: 380

Năm xuất bản: 2010

Giá bìa: 88,000VND

Epub (02/2019): @lamtam, tve-4u.org

LỜI NÓI ĐẦU

Khi cuốn sách “ Bong bóng và cách thoát khỏi chúng ” (Bubbles and How to Survive them) lần đầu xuất bản năm 2004, tôi từng viết trong Lời nói đầu rằng có lẽ không có cuốn sách nào ra đời đúng lúc hơn nó! Tính bất ổn của giá tài sản, đặc biệt là giá nhà đất, đã trở thành tâm điểm của nền kinh tế. Sau đó chúng ta chứng kiến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, một số nền kinh tế lớn thì rơi vào suy thoái. Đúng như những gì mà cuốn sách đã dự đoán, giá nhà đất bổ nhào khi bong bóng nổ tung. Và cuốn sách mà các bạn đang có trong tay cũng được viết với cùng một luận điểm chính, đó là bong bóng giá tài sản sẽ khiến nền kinh tế và hệ thống tài chính tiềm ẩn những bất ổn. Về phương diện này, John Calverley tiếp tục hướng đến một trong những vấn đề và rủi ro chính yếu ngày nay, tranh luận một cách thuyết phục về nguy cơ của việc tích tụ nợ một cách quá mức, cũng như rủi ro của việc giá nhà đất tiếp tục giảm sâu hơn nữa.

Rất nhiều dự báo trong cuốn sách trước của Calverley đã thành hiện thực. Đặc biệt, tác giả đã mở rộng việc phân tích để đưa ra những hiểu biết sâu sắc về bản chất, nguyên nhân và hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, với những số liệu cập nhật tới cuối năm 2008. Bằng cách đó, ông trình bày một cách sâu sắc cách thức tương tác lẫn nhau giữa khu vực kinh tế thực và khu vực tài chính, và đặc biệt là cách thức mà bong bóng nhà đất (hình thành từ việc vay nợ dễ dàng) nằm ở trung tâm của cuộc khủng hoảng. Theo tác giả lập luận thì tuy có khả năng giảm phát trong ngắn hạn, nhưng các chính sách hiện nay sẽ tạo ra một thời kỳ lạm phát kéo dài sau này. Ông dẫn ra kinh nghiệm của thời kỳ lãi suất cực thấp trong những năm 2001-2004 ngay sau sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán, tạo tiền đề cho một bong bóng khác: bong bóng nhà đất. Trong khi thừa nhận hiện nay chính sách phù hợp là tăng cường điều tiết, song trong tương lai tác giả cho rằng không nhất thiết phải điều tiết thị trường nhiều hơn, chặt hơn, mà cái cần là phải điều

tiết tốt hơn, hiệu quả hơn.

Trong tác phẩm quan trọng được viết một cách cực kỳ sáng rõ này, Calverley đã đưa ra nhiều hiểu biết sâu sắc nhằm làm sáng tỏ những huyền thoại xung quanh đề tài bong bóng, đặc biệt là những điều liên quan đến thị trường nhà đất. Tác giả cho chúng ta biết rõ hơn về tài chính hành vi nói chung, và việc thị trường đã xa rời thực tế nói riêng như thế nào.

Đây là một phân tích sâu nhất hiện có về bong bóng giá tài sản và vai trò của nó trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, được trình bày một cách giản dị và dễ hiểu. Có lẽ ai cũng liên quan đến đề tài này, và tác giả Calverley đã viết một cuốn sách dành cho cả những chuyên gia và những người ngoại đạo, sao cho ai cũng có thể đọc một cách dễ dàng. Cuốn sách xứng đáng được đọc và phổ biến rộng rãi, và có được thành công như cuốn sách trước của cùng tác giả.

David T. Llewellyn

Giáo sư Tiền tệ và Ngân hàng (Đại học Loughborough),
Giáo sư thỉnh giảng Trường kinh doanh CASS (London),
Học viện Tài chính Thụy Sĩ (Zurich),
Đại học Kinh tế học và Kinh doanh (Vienna).

LỜI GIỚI THIỆU

Từ năm 2007, nền kinh tế thế giới bắt đầu rung chuyển với một loạt khủng hoảng tài chính, đỉnh điểm là sự phá sản của Lehman Brothers vào tháng 9 năm 2008. Tiếp sau đó là sự "tan chảy" của hệ thống ngân hàng, khi các ngân hàng mất niềm tin và không dám cho ai vay ngoại trừ những người vay đáng tin cậy nhất. Khi sự sợ hãi gia tăng, các chính phủ buộc phải thực hiện một cuộc giải cứu khổng lồ, bơm vốn cho các ngân hàng và công ty bảo hiểm, đồng thời gia tăng sự bảo đảm cho người gửi tiền. Tuy nhiên điều này không ngăn được quá trình giảm đòn bẩy tài chính (deleveraging), khi các ngân hàng, các quỹ đầu cơ và các nhà đầu tư đua nhau bán tài sản để trả nợ. Thị trường chứng khoán đổ nhào và nền kinh tế thế giới đột ngột chậm lại trong nỗi lo sợ một đợt suy thoái lớn nhất kể từ Chiến tranh thế giới thứ II đến nay. Trong khi đó, giá nhà vẫn đi xuống với tốc độ chóng mặt, nhất là ở Anh, Mỹ, Tây Ban Nha và Ireland.

Nguyên nhân chính của thảm họa này là bong bóng nhà đất ở Mỹ, vốn là "hậu duệ" của bong bóng chứng khoán hồi thập niên 1990. Cả hai đều xảy ra do sự mở rộng tín dụng, dẫn đến sự tăng giá của những tài sản có độ rủi ro cao nhất. Cuối cùng là bong bóng trong giá hàng hóa, nhất là giá dầu và thậm chí là giá của các sản phẩm nghệ thuật đương đại. Lịch sử cho thấy bản chất của bất kỳ bong bóng nào, mà nhất là bong bóng nhà đất, là chúng tạo ra một "tâm lý bong bóng", tức là một niềm tin phổ biến rằng giá cả sẽ không bao giờ đi xuống, và do đó đi vay và cho vay với tài sản thế chấp là nhà đất sẽ là một khoản đầu tư an toàn. Chính niềm tin được thúc đẩy bởi bong bóng và sau đó lại thúc đẩy bong bóng tín dụng này đã khiến giá nhá đất tăng lên những mức không tưởng. Khi chúng sụp đổ, nền kinh tế và hệ thống tài chính thế giới phải gánh chịu hậu quả.

Kết quả của sự sụp đổ vẫn đang diễn ra. Khi bong bóng vỡ, chúng thường có xu hướng trượt dài về phía dưới, và tôi nghĩ rằng giá nhà sẽ

còn thấp trong vài năm, với mức giảm có thể lên tới 30-50% ở một số nước. Kinh tế dường như sẽ suy thoái trầm trọng, thất nghiệp tăng cao. Trong khi đó, kế hoạch nghỉ hưu của nhiều người, dù dựa trên việc đầu tư vào địa ốc hay chứng khoán, cũng bị thiệt hại nặng nề. Như mọi lần, nền kinh tế sẽ phục hồi vào lúc thích hợp, song khi đó có lẽ nhiều thứ sẽ thay đổi. Niềm tin vào ngân hàng và hệ thống tài chính đã tan tành. Niềm tin vào chính sách tiền tệ chính thống - chính sách lạm phát mục tiêu, cũng bị xói mòn, khi giảm phát là nguy cơ trước mắt. Người ta đặt câu hỏi cả với cơ chế thị trường tự do, còn với các nhà đầu tư thì niềm tin vào cả chứng khoán và nhà đất đều đang thu nhỏ lại!

Nhà đất không phải là bong bóng đầu tiên bị vỡ. Trong ba mươi năm qua đã có hàng loạt bong bóng với các chu kỳ bùng phát - vỡ tung, điều quan tâm hàng đầu của nhà đầu tư và những nhà làm chính sách. Những bong bóng này có ảnh hưởng vượt trội so với những dao động nhẹ hơn rất nhiều của giá hàng hoá bình thường. Suốt một thời gian dài những nhà bình luận và làm chính sách đánh giá thấp nguy cơ sụp đổ của giá nhà đất. Tuy nhiên cuộc khủng hoảng năm 2008 và ảnh hưởng tàn phá của nó lên nền kinh tế thế giới đã thay đổi mọi quan niệm.

Tôi quan tâm đến vấn đề bong bóng từ hồi học đại học, về điều này tôi chịu ơn bốn người thầy: Michael Kuczynski, Hyman Minsky và David Felix, những người luôn nhấn mạnh đến tính bất ổn của thị trường tài chính; và Larry Meyer, người quan tâm đến việc lập chính sách một cách khôn ngoan để đối phó với khủng hoảng. Hyman Minsky đã lại nổi tiếng trong vài năm gần đây do những nghiên cứu hàng đầu về ổn định tài chính. Người ta nói nhiều về "khoảnh khắc Minsky" (Minsky moment), thời điểm khi vòng xoắn ốc của nợ vay kết thúc và giá tài sản tuột dốc thẳng đứng. Điều mà Minsky khám phá ra là nếu do may mắn mà chúng ta được hưởng lợi từ một giai đoạn tăng trưởng và ổn định tài chính kéo dài, thì những hạt mầm của sự bất ổn sẽ được gieo nếu tất cả mọi người, từ nhà đầu tư, ngân hàng, đến các cơ quan quản lý, từ từ chấp nhận những rủi ro lớn hơn.

Trong những năm 1980 khi tôi mới bắt đầu nghề nghiệp kinh tế gia và chiến lược gia, hầu như không có dấu hiệu nào của bong bóng nhà đất và chứng khoán. Lạm phát cao do giá tiêu dùng tăng là vấn đề được quan tâm nhiều nhất trên các thị trường và cả nền kinh tế. Nhưng sau đó thị trường chứng khoán sụp đổ vào năm 1987, tiếp theo là bong bóng nhà đất ở châu Âu, và nhất là bong bóng gia tăng và nổ tung ở nước Nhật. Khi thị trường chứng khoán Mỹ cất cánh trở lại vào nửa sau của thập kỷ 1990 và bong bóng ở châu Á vỡ tan, tôi đã quyết định phải viết gì đó về đề tài này. Và đến lúc tôi hoàn thành cuốn sách " Bong bóng và cách thoát khỏi chúng " năm 2004, thì bong bóng chứng khoán thập niên 1990 đã được thay thế bằng bong bóng nhà đất.

Năm 2004 tôi đã đưa ra lời cảnh báo mạnh mẽ về bong bóng nhà đất, lập luận rằng bong bóng ở Mỹ sẽ ngày càng phình to và gây ra nhiều vấn đề nghiêm trọng. Những lập luận này đã được thời gian chứng minh là chính xác. Cuốn sách trước của tôi cũng dự đoán được hầu hết những sự kiện xảy ra trong năm 2007-2008, bao gồm cả rủi ro khủng hoảng tài chính và suy thoái nghiêm trọng. Tôi lập luận rằng cần có những hành động để ngăn ngừa các rủi ro, tuy nhiên người ta đã không làm gì cả. Thực tế thì vị Chủ tịch Cục dự trữ liên bang lúc đó là Alan Greenspan thậm chí đã không thừa nhận rằng bong bóng đang xảy ra.

Cuốn sách này cập nhật các sự kiện cho đến cuối năm 2008. Bong bóng được nhìn từ hai quan điểm: quan điểm của những người quan tâm đến nền kinh tế và quan điểm của nhà đầu tư. Hầu như tất cả chúng ta đều là những nhà đầu tư trực tiếp hoặc gián tiếp, thông qua việc mua nhà hay tham gia các quỹ hưu trí. Nhưng tất cả chúng ta đều phụ thuộc vào sức khỏe của nền kinh tế và tài chính công, những thứ đang bị đe dọa nặng nề bởi sự sụp đổ của bong bóng nhà đất. Tôi xem xét kỹ lưỡng những gì mà những nhà làm chính sách và các nhà đầu tư có thể làm để giới hạn thiệt hại của các bong bóng, cũng như bảo vệ hệ thống tài chính khỏi những phiền toái có thể xảy ra. Những người làm

chính sách cần quan tâm nhiều hơn đến cả chính sách tiền tệ và việc điều tiết thị trường tài chính. Ngược lại, các nhà đầu tư cần hiểu thị trường tốt hơn, cần nhận ra sự tồn tại của các chu kỳ và các bong bóng, từ đó tránh không dính líu đến những thảm họa này.

Cuốn sách tập trung vào nước Mỹ, bởi những gì xảy ra ở nền kinh tế lớn nhất thế giới sẽ rất quan trọng đối với nền kinh tế toàn cầu, như chúng ta đã thấy rõ một lần nữa vào năm 2008. Ngoài ra, cuốn sách cũng viết nhiều về nước Anh, quê hương của tôi, cũng là một trong những nơi chịu ảnh hưởng bong bóng nhà đất nặng nề nhất. Tôi cũng kèm theo những kinh nghiệm và thực tế ở Canada, Úc, Tây Ban Nha, Nhật Bản và Hong Kong.

Phần giới thiệu mô tả ngắn gọn về cuộc khủng hoảng hiện tại cũng như cách thức chúng ta rơi vào khủng hoảng thông qua một loạt những bùng nổ và tan vỡ của các bong bóng. Chương 1 trình bày một giải phẫu về các bong bóng, đưa ra một danh sách để nhận diện chúng. Hai chương 2 và 3 về cuộc đại suy thoái thập niên 1930 và khủng hoảng của nước Nhật trong thập niên 1990 trở nên đặc biệt liên quan khi thế giới đang đối mặt với những rủi ro tương tự trong vài năm tới. Tôi xem xét những lỗi lầm về chính sách của những năm 1930 và giải thích vì sao mà cuộc suy thoái lần đó lại nặng nề đến vậy. Trong trường hợp Nhật Bản, tôi quan tâm đến vấn đề giảm phát, cũng như cách thức mà quốc gia này giải quyết nó. Giảm phát tại Nhật bắt đầu từ cuối những năm 90 và đến nay vẫn chưa kết thúc. Trong tương lai không xa, Mỹ và Anh có lẽ cũng sẽ phải đối mặt với vấn đề này.

Chương 4 trình bày một cách chi tiết về việc tại sao các biện pháp để đối phó với sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán trong những năm 2001- 2003, đặc biệt là lãi suất thấp tại Mỹ, lại làm nảy mầm những hạt giống cho bong bóng nhà đất sau đó. Nhiều nhà quan sát đã nhận ra sự liên kết này, đó vừa là sự kết tội chính sách tiền tệ chính thống cũng như cách thức áp dụng nó của Cục dự trữ liên bang dưới thời Greenspan. Một liên kết khác ít được biết tới hơn là cuộc khủng hoảng

châu Á cuối thập niên 90, khiến lãi suất dài hạn giảm đi ở hầu hết mọi nơi; và do đó, cũng là một trong những nguyên nhân chính cho bong bóng nhà đất tại Mỹ. Những thay đổi so với cuốn sách năm 2004 chủ yếu nằm ở phần II về bong bóng nhà đất. Trong phần này, các phân tích được cập nhật để kể lại câu chuyện bằng cách nào mà sự sụp đổ của bong bóng nhà đất đã dẫn tới khủng hoảng tài chính, cũng như nghiên cứu xem liệu giá nhà còn có thể giảm tới đâu. Bong bóng nhà đất ở cả Anh và Mỹ đều được phân tích kỹ lưỡng. Chương 8 tập trung vào các khoản nợ của hộ gia đình, điều đang được người ta rất quan tâm khi các tài sản của hộ gia đình đang giảm mạnh về giá trị. Khác với nước Nhật trong những năm 90 phải đối mặt với những khoản nợ khổng lồ của các doanh nghiệp, vấn đề của Anh và Mỹ hiện nay lại là có quá nhiều những khoản nợ từ hộ gia đình. Việc tăng lượng nợ của các hộ gia đình trong mười năm gần đây, vừa là nguyên nhân, vừa là hậu quả của việc tăng giá nhà. Dường như khuynh hướng này giờ đây đã bắt đầu đảo ngược, nhưng điều đó sẽ để lại hậu quả nặng nề lên nền kinh tế.

Phần III của cuốn sách không cần phải cập nhật nhiều so với ấn bản năm 2004. Chương 9 trình bày các kết quả nghiên cứu trong kinh tế học hành vi và tài chính cho thấy đôi khi các nhà đầu tư đã trở nên xa rời với thực tế như thế nào. Điều này kết hợp với những sai lầm về chính sách có thể gây nên những hậu quả khôn lường. Chương 10 bàn về vấn đề chính của sự định giá: Tôi chứng minh rằng chúng ta có thể nhận diện các mức độ "hợp lý" cho thị trường, từ đó các nhà đầu tư có được những cảnh bảo tốt hơn về sự phát triển của các bong bóng, còn các nhà làm chính sách có thể đưa ra các biện pháp ngăn chặn. Chương 11 trình bày những biện pháp ngăn chặn nói trên, chẳng hạn như chính sách tiền tệ, các cảnh báo trong công chúng, hay những hạn mức trong việc cho vay của ngân hàng.

Chương cuối cùng nói về các chiến lược cho nhà đầu tư, những người phải cố gắng để tránh các bong bóng, hoặc nguy hiểm hơn là tìm kiếm cơ hội từ các bong bóng đó. Trong "Bong bóng và cách thoát khỏi

chúng” tôi đã từng cảnh báo về mối nguy từ bong bóng nhà đất, cũng như việc giá chứng khoán có thể lại tăng một lần nữa đến những mức độ nguy hiểm (điều này thực tế đã xảy ra vào năm 2007). Trong cuốn sách này tôi có thêm một số phần mới trình bày về cách giải quyết các chứng khoán và nhà đất giảm giá, và thời điểm nên xem xét đầu tư trở lại. Phần “Lời kết” (cũng là một phần mới) sẽ trình bày những dự báo cho tương lai.

LỜI CẢM ƠN

Tôi vô cùng cảm ơn những người sau đây vì những nhận xét và đề xuất của họ: Kate Barker, Roger Bootle, Claudio Borio, Gerry Celaya, Alex Erskine, Jan Hatzius, DeAnne Julius, Richard O'Brien, Mark Tapley, David Walton va Sushil Wadwani. Tôi cũng xin cảm ơn rất nhiều đồng nghiệp của tôi (ở American Express, sau đó đa số họ chuyển sang Standard Chartered Bank), đó là các bạn Bob Friedman, Kevin Grice, Sarah Hewin, Gordon Townsend, Chris Wang và Meiping Yang. Riêng Sharon Earnshaw, Maria Whittaker và Jonathan Garlington đã hỗ trợ tôi trong việc chuẩn bị các sơ đồ và bảng biểu trong cuốn sách – xin cảm ơn các bạn.

Tôi cũng muốn nói lời tri ân tới Nicholas Brealey: chưa bao giờ tôi thấy một người làm xuất bản năng động như vậy! Các đề nghị đầy thách thức của ông luôn thúc đẩy tôi và đã khiến cho cuốn sách trở nên đáng đọc hơn nhiều so với nếu như tôi tự viết theo ý mình. Sally Lansdell thì đã rất nhiệt tình trong việc chuẩn bị cho cuốn sách sớm được xuất bản.

Tôi đã được hưởng lợi từ những cuộc trò chuyện hữu ích với một số người, trong đó có Robert Aliber, Fred Harrison và Robert Shiller. Trong thời gian 2006-2007, khi bong bóng liên tục mở rộng, những người quan ngại đến hậu quả của hiện tượng này như chúng tôi dường như là một nhóm khá cô đơn. Tôi cũng cần phải cảm ơn vợ tôi, một nhà đầu tư bất động sản thành công, luôn biết cách tham gia vào các bong bóng và thoát ra đúng lúc. Những phân tích và thấu hiểu của vợ tôi luôn là nguồn động viên thường trực cho tôi.

Cuối cùng, tôi xin cảm ơn những đồng nghiệp mới tại Standard Chartered Bank, nhất là nhà kinh tế trưởng Gerard Lyons. Tuy nhiên, những quan điểm trình bày trong cuốn sách hoàn toàn là của người viết, chúng không nhất thiết phản ánh quan điểm của ngân hàng Standard Chartered hoặc những công ty phụ thuộc của nó!

DẪN NHẬP: TẠI SAO BONG BÓNG LẠI QUAN TRỌNG?

Các bong bóng trên thị trường không phải là điều gì đó mới mẻ. Đa số chúng ta đều đã từng nghe tới chứng nghiện hoa tulip của người Hà Lan (những năm 1630), bong bóng công ty South Sea (London, 1720) và cuộc đại khủng hoảng Phố Wall (năm 1929). Một số trường hợp khác ít được biết đến hơn có thể kể ra là bong bóng trong ngành khai thác mỏ mới nổi (London và Nam Mỹ, những năm 1820) và ngành đường sắt (Anh, những năm 1840), cũng như nhiều trường hợp khác nữa trong thế kỷ XVIII và XIX [1]. Tất cả chúng là những bong bóng: sự tăng giá cực độ của các tài sản, tiếp sau đó là một sự sụp đổ!

Tuy nhiên, trong những thập niên giữa thế kỷ XX, có một khoảng thời gian tĩnh lặng lạ kỳ. Bong bóng hầu như không xuất hiện, khoảng cách thời gian giữa những lần bong bóng là khá xa, và người ta chủ yếu quan tâm đến lạm phát, tức việc tăng giá của các hàng hoá và dịch vụ thông thường, chứ không phải là giá tài sản. Từ giữa thập niên 1980, khi các ngân hàng trung ương dường như đã khống chế được lạm phát, thì bong bóng lại quay lại mạnh mẽ. Trong khoảng một phần tư cuối của thế kỷ XX, chúng ta có bong bóng Nhật Bản (thập niên 1980), bong bóng nhà đất ở Anh và Bắc Âu (cuối thập niên 1980), bong bóng tại những quốc gia được mệnh danh là "những con hổ châu Á" (giữa thập niên 1990), bong bóng công nghệ (cuối thập niên 1990) và gần đây nhất là bong bóng nhà đất toàn cầu (2001-2007). Những bong bóng này trở thành tâm điểm, thúc đẩy cả những đợt đi lên và đi xuống của chu kỳ kinh tế. Và khi chúng vỡ tung thì không chỉ một số nhà đầu cơ giàu có thua lỗ mà thôi. Ngược lại, sự sụp đổ đó kéo theo suy thoái, với thất nghiệp tăng và thu nhập giảm, các nhà đầu tư bình thường và các quỹ hưu trí của họ bị thiệt hại nặng nề. Trong những trường hợp tệ nhất, như sự sụp đổ của bong bóng nhà đất hiện tại, cả hệ thống tài

chính cũng trở nên bất ổn và thua lỗ. Khi các ngân hàng gặp vấn đề, họ liền thu hẹp việc cho vay và làm cho mọi chuyện đã tệ càng tệ hơn, cuối cùng thì thường là các Chính phủ buộc phải nhảy vào để cứu cả hệ thống, đổ gánh nặng chi phí cuối cùng lên đầu những người đóng thuế.

Trong mọi trường hợp, câu chuyện đều bắt đầu với việc giá cả gia tăng trong một thị trường nhất định (thường là với những lý do hợp lý), điều này tiếp tục đến một mức độ bất thường của việc định giá, sau đó bong bóng vỡ khi giá cả bổ nhào. Giá tăng khuyến khích đầu tư kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và sự thịnh vượng, và thường là gây ra một không khí phấn khởi nói chung ở tất cả mọi người. Sau khi bong bóng vỡ, nền kinh tế chịu tác động của cú đánh từ cả việc tài sản giảm sút và bất ổn tăng lên, điều này khiến cho mọi người trở nên thận trọng. Việc chi tiêu của người tiêu dùng, đầu tư của doanh nghiệp và cho vay của ngân hàng, tất cả đều bị thu hẹp. Nhẹ nhất thì sẽ có một đợt suy giảm kinh tế vừa phải. Tệ nhất thì điều này sẽ dẫn đến một đợt suy thoái lớn, như đã xảy ra vào thập niên 1930 ở Mỹ và thập niên 1990 ở Nhật. Rất nhiều người ngạc nhiên khi thấy những câu chuyện tương tự như trên lặp đi lặp lại. Phải chăng con người mau quên? Phải chăng họ không có lý trí? Hay hệ thống tài chính có những khiếm khuyết khiến việc đầu cơ được khuyến khích? Trong cuốn sách kinh điển về đề tài này năm 1978, Kindleberger đã buộc phải tranh luận khá dài dòng với những nhà bình luận đương thời, những người cho rằng thế giới đã thay đổi và bong bóng ít có khả năng xảy ra. Lập luận của ông ta đã được thời gian chứng minh là đúng [2]. Thực sự mà nói thì bong bóng không chỉ quay lại mà chúng còn trở nên tệ hại hơn. Đợt bong bóng nhà đất ở nước Anh gần đây kéo dài hơn và giá nhà tăng cao hơn nhiều so với đợt bong bóng vào những năm 1980, còn sự sụp đổ bong bóng nhà đất ở Mỹ thì đã gây ra cuộc khủng hoảng tài chính và sự suy thoái kinh tế toàn cầu.

CÁC BONG BÓNG CỦA THẾ KỶ XXI

Bong bóng gây ra thảm họa lớn nhất từ trước đến nay là bong bóng

chứng khoán vào thập niên 1920 tại Mỹ. Sau khi bong bóng này vỡ tung trong cuộc khủng hoảng phố Wall năm 1929, những ảnh hưởng của giá chứng khoán giảm kết hợp với các chính sách sai lầm của ngân hàng Trung ương và Chính phủ vào những năm 1930-1932, đã nhấn chìm thế giới vào một đợt suy thoái nặng nề. Tiếp theo đó là những hỗn loạn về chính trị, nhất là ở Đức và Nhật Bản, kết hợp với chủ nghĩa bảo hộ mậu dịch cuối cùng đã dẫn đến cuộc Đại chiến thế giới lần thứ hai.

Sau thảm họa đó, bong bóng ít xuất hiện trong vài thập kỷ giữa thế kỷ XX mãi cho đến khi những bong bóng nhà đất của thập niên 1980 xuất hiện ở Anh, Bắc Âu và một vài khu vực tại Mỹ và Canada (nặng nhất là California, Boston và Toronto). Rồi đến cuối thập niên 1980, ở nước Nhật cũng xảy ra hiện tượng bong bóng, thực chất là sự kết hợp giữa bong bóng chứng khoán và nhà đất. So với đỉnh điểm vào năm 1991, giá đất ở Nhật Bản sau đó giảm hơn 90%, còn giá chứng khoán cũng rớt 80%. Thập niên 1990 là một thập niên "mất mát" cho nước Nhật, khi tăng trưởng kinh tế chỉ đạt mức dưới 1%/ năm còn thất nghiệp thì tăng rất cao. Cuối cùng, chính quyền Nhật buộc phải cung cấp sự bảo đảm cho mọi khoản tiền gửi vào hệ thống ngân hàng, chính sách này kéo dài trong vài năm. Mãi đến đầu thế kỷ XXI thì các ngân hàng và doanh nghiệp Nhật mới thoát khỏi các khoản nợ xấu nảy sinh từ những năm bong bóng này.

Trong những năm 1997-1998, các nền kinh tế được mệnh danh là "những con hổ châu Á" cũng phải gánh chịu một đợt khủng hoảng tương tự sau khi bong bóng giá tài sản nổ tung. Tuy ngòi nổ trực tiếp của khủng hoảng là sự sụp đổ về tiền tệ, chính việc tăng mạnh và sau đó là sụt giảm của giá nhà đất và chứng khoán mới là nguyên nhân gây ra khủng hoảng, đồng thời khiến hệ lụy của nó trở nên cực kỳ đau đớn. Chỉ vài năm trước đó, khi bong bóng gia tăng, những quốc gia này vẫn còn được xem là "sự thần kỳ châu Á".

Không lâu sau là sự xuất hiện của bong bóng trên thị trường chứng khoán phương Tây, nhất là các chứng khoán của các công ty công nghệ.

Nửa cuối thập niên 1990, các nhà hoạch định chính sách Hoa Kỳ, dẫn đầu là Chủ tịch Cục dự trữ liên bang Alan Greenspan, chỉ ngồi yên và theo dõi khi thị trường chứng khoán nước này tiến vào một thời kỳ bong bóng tương tự như những năm 1920. Họ lập luận rằng đó chưa hẳn là một bong bóng, và nếu đó là bong bóng thì việc điều chỉnh để giảm giá nói chung cũng sẽ nguy hiểm; tốt hơn hết là chờ đợi và sẵn sàng đối phó với những sự sụt giảm sau này. Tuy nhiên chỉ số S&P 500 tính đến tháng 3/2000 đã tăng gấp 3 lần trong vòng 5 năm, còn chỉ số NASDAQ về công nghệ thì tăng hơn 6 lần. Sự sụt giảm sau đó diễn ra cũng ngoạn mục không kém. Chỉ số S&P 500 giảm gần một nửa vào năm 2002, tức là quay trở lại mức của năm 1997. Mãi đến năm 2007 thì chỉ số này mới trở lại mức của năm 2000, và không lâu sau đó lại rơi xuống tiếp. Chỉ số NASDAQ giảm 78% trong giai đoạn 2000-2003, tức là quay trở về với mức của năm 1996. Đương nhiên, sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán gây ra một đợt suy thoái ở hầu hết các nước. Nó cũng ảnh hưởng đến kế hoạch nghỉ hưu của rất nhiều người đầu tư vào chứng khoán, làm sụp đổ hệ thống lương hưu ở Mỹ và Anh, cái vốn là cột trụ chính trong kế hoạch về hưu của giới trung lưu Mỹ.

Liệu chính sách để mặc cho bong bóng leo thang của Cục Dự trữ Liên bang (đứng đầu là Alan Greenspan) có phải phương pháp tối ưu hay không là một vấn đề gây rất nhiều tranh cãi, sẽ được bàn đến một cách cặn kẽ trong những trang kế tiếp của cuốn sách. Cũng gây tranh cãi không kém là chính sách của ông ta (đến nay vẫn được người kế nhiệm Bernanke áp dụng) về cắt giảm lãi suất mạnh và nhanh khi bong bóng vỡ. Vào những năm 2001-2003 Greenspan, do đã học được những bài học của thập niên 1930 và cả bài học Nhật Bản thập niên 1990, đã quyết tâm ngăn chặn đà đi xuống của thị trường chứng khoán nhằm tránh cho kinh tế suy thoái theo. Ông ta đã thành công, khi những đợt giảm lãi suất nhanh chóng, cùng với hai gói kích thích tài khoá dưới dạng giảm thuế của chính quyền Bush trong các năm 2001 và 2003 đã thực sự đẩy mạnh đà tăng trưởng. Đúng ra thì Mỹ cũng bị một đợt suy

thoái nhẹ vào năm 2001, nhưng sau một đợt hồi phục chậm chạp thì nền kinh tế lại "bốc" lên vào những năm 2005-2006. Tuy nhiên, chính việc không chịu ngăn chặn bong bóng chứng khoán của thập niên 1990 kết hợp với việc giảm lãi suất khi bong bóng này vỡ đã là nguyên nhân trực tiếp gây ra bong bóng nhà đất sau đó.

Người ta không nên đổi mọi lỗi lầm cho Greenspan về việc áp dụng lãi suất thấp dẫn tới bong bóng nhà đất. Còn một yếu tố quan trọng khác nữa, mỉa mai thay, đó cũng là hậu quả của những bong bóng trong quá khứ ở Nhật và khu vực Đông Á. Sau thời gian bong bóng ở châu Á vào giữa thập niên 1990, việc đầu tư vào kinh doanh tại đây giảm hẳn và bỗng dưng người ta có một khoản tiết kiệm dôi dư vô cùng lớn. Các khoản tiết kiệm này được đầu tư vào Mỹ, khiến lãi suất dài hạn và lãi suất vay thế chấp giảm xuống.

BONG BÓNG NHÀ ĐẤT

Trong suy thoái tại Mỹ, thông thường giá nhà đất sẽ đứng yên trong một thời gian khi tỷ lệ thất nghiệp gia tăng. Tuy nhiên lãi suất thấp của Greenspan và hệ luỵ của cuộc khủng hoảng châu Á đã kéo lãi suất cho vay thế chấp nhà xuống mức thấp một cách không bình thường. Giá nhà bắt đầu lên từ cuối những năm 1990, tiếp tục gia tăng 8-10% trong kỳ suy thoái năm 2001, sau đó tăng còn nhanh hơn trong thời kỳ đỉnh điểm của bong bóng những năm 2004-2006. Tính chung, nhà đất tăng giá 70% trong 5 năm tính đến tháng 6/2006 (so với mức tăng 40% của giai đoạn 5 năm trước đó, tính theo chỉ số S&P Case-Shiller). So với mức tăng giá nhà ở một số quốc gia khác thì con số 70% này cũng không phải là lớn. Nhưng chỉ số lạm phát tính trên chỉ số giá tiêu dùng trong 5 năm này lại chỉ ở mức 14% mà thôi. Ngoài ra, mức tăng giá nhà nói trên là con số trung bình trên toàn quốc, nó chưa nói lên được những chênh lệch kinh khủng hơn nhiều giữa các vùng khác nhau. Một số bang duyên hải đã có mức tăng giá nhà 100%, trong khi ở các bang miền trung tâm nước Mỹ, nhất là ở những khu bên ngoài các thành phố lớn, tỷ lệ tăng giá lại rất khiêm tốn.

Đợt bùng nổ giá nhà này chính là động cơ cho tăng trưởng kinh tế Mỹ. Giá nhà tăng kéo theo sự gia tăng của ngành xây nhà mới, cũng như các ngành liên quan như cho vay thế chấp để mua nhà, môi giới nhà đất, và trang trí nội thất. Khoảng một phần ba số việc làm mới tạo ra trong giai đoạn 2003-2006 là có dính dáng tới nhà đất, bao gồm cả các công nhân xây dựng, đại lý bất động sản, và những nhà môi giới thế chấp. Tiêu dùng gia tăng do người ta sử dụng các khoản thặng dư về giá nhà để mua sắm, chi tiêu. Khi trị giá nhà gia tăng, người ta dễ dàng kiếm tiền hoặc vay tiền đến mức nhà đất có thể được so sánh với một máy ATM khổng lồ. Cùng lúc đó các ngân hàng phát minh ra hàng loạt loại chứng khoán phức tạp để phân tán rủi ro và tiếp tục cho vay nhiều hơn nữa.

Bong bóng lên đến đỉnh điểm vào năm 2005-2006 với những đợt đầu cơ địa ốc điên rồ, đặc biệt là ở Florida và vùng bờ biển phía Tây. Nhưng đến giữa năm 2006, quả bóng thôi không phình to ra nữa, tuy đất đai ở một số khu vực vẫn tiếp tục gia tăng trong một thời gian. Thoạt tiên, thị trường lắng xuống, sau đó là hàng loạt báo cáo xuất hiện về việc giảm giá nhà, việc mọi người hủy bỏ các hợp đồng mua nhà mới, việc những công ty xây dựng nỗ lực bán tháo các tài sản, và tỷ lệ vi phạm hợp đồng thế chấp ngày càng tăng khi người vay không thể trả nợ hoặc nhận ra rằng căn nhà của họ đã bị xuống giá nghiêm trọng. Sự sụp đổ của thị trường địa ốc vươn ra tầm thế giới vào tháng 2/2007 khi các ngân hàng bắt đầu báo cáo các khoản lỗ do cho vay đối với những người vay "dưới chuẩn".

CUỘC KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Đầu tiên đây chỉ là cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn, với những khoản lỗ do cho những người có rủi ro cao vay. Kế đó, thua lỗ xuất hiện ở cả các khoản vay Alt-A (các khoản vay rủi ro cho những người vay đủ chuẩn), và khi giá nhà tiếp tục giảm thì vấn đề lan sang cả các khoản cho vay thế chấp đạt chuẩn. Giống như bất kỳ ai tham gia vào bong bóng nhà đất, các ngân hàng đã giảm các tiêu chuẩn cho vay

xuống đến mức mà khi giá nhà giảm họ sẽ bị thua lỗ nặng nề. Vào tháng 8/2007, một sự hoảng loạn đã diễn ra khi các ngân hàng thậm chí không dám cho nhau vay tiền, sợ rằng chính họ cũng không có tiền để trả. Khi khủng hoảng trở nên tồi tệ vào mùa đông 2007-2008, Cục Dự trữ Liên bang buộc phải giảm mạnh lãi suất và chế ra một loạt biện pháp hỗ trợ nhằm đảm bảo rằng các ngân hàng không bất thình lình sụp đổ vì thiếu thanh khoản. Tuy nhiên, với Northern Rock – một ngân hàng cho vay thế chấp lớn ở Anh, và Bear Stearns, một ngân hàng đầu tư có uy tín ở phố Wall, thì những biện pháp trên là quá trễ. Chính quyền buộc phải đảm bảo cho hệ thống ngân hàng tiếp tục hoạt động trong khi nỗ lực điều chỉnh.

Qua năm 2008, khủng hoảng tài chính mang dáng dấp "vỡ nợ" hơn là "mất khả năng thanh khoản". Lúc này chính quyền Mỹ đã đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng thương mại và các ngân hàng đầu tư. Họ cũng thu xếp một sự bảo đảm cho Freddie Mac và Fannie Mae, hai công ty thống trị nghiệp vụ cho vay thế chấp ở Mỹ. Nhưng vấn đề đặt ra lúc này là liệu các ngân hàng có đủ khả năng huy động các khoản vốn mới để bù lại số tiền họ đã mất, hay phải tuyên bố phá sản? Nguyên tắc kế toán "tính theo giá thị trường" (mark-to-market) khiến các ngân hàng không thể phớt lờ các khoản lỗ như họ đã làm trong quá khứ. Cụ thể, các ngân hàng phải ghi trong sổ sách giá trị thị trường của các khoản vay, thay vì cứ coi như chúng cuối cùng sẽ được trả nợ theo đúng mệnh giá.

Đến tháng 9/2008, giá cổ phiếu của một số định chế tài chính đã giảm xuống thấp tới mức họ không thể huy động thêm vốn mới. Lehman Brothers là một trong những định chế yếu nhất, do họ đã liên quan quá nhiều đến các chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp. Khi Lehman Brothers thất bại trong việc tìm một đối tác để mua lại, chính phủ Mỹ đã gây sốc cho thị trường bằng việc cứ để cho tập đoàn này phá sản. Điều này châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng toàn diện, tình hình chỉ dịu bớt khi các chính phủ trên toàn thế giới nhảy vào và

giải cứu những định chế yếu khác, cam kết sẽ đưa ra khoản hỗ trợ lên tới con số kỷ lục là 3 ngàn tỉ đô la. Nhưng đến lúc đó thì lòng tin của người tiêu dùng và giới doanh nhân đã sụp đổ và một đợt suy thoái toàn cầu là điều không thể tránh khỏi.

Ngoài ra, chúng ta còn được chứng kiến một cái vòng luẩn quẩn của việc giảm đòn bẩy tài chính, khi ngân hàng và các quỹ đầu cơ bán tài sản để trả nợ, còn các nhà đầu tư cổ phiếu, trái phiếu và các quỹ tương hỗ thì đua nhau tháo chạy trước khi giá giảm sâu hơn nữa. Thị trường chứng khoán rớt xuống những mức độ từng xảy ra ở đầu thập kỷ này. Trong khi đó, giá nhà tại Mỹ tiếp tục giảm, tỷ lệ vi phạm hợp đồng thế chấp tiếp tục tăng, còn các ngân hàng cũng tiếp tục cố gắng huy động thêm vốn để bù lại các khoản thua lỗ. Ngoài ra, đợt suy thoái đem lại những khoản thua lỗ mới: ngoài các vấn đề về cho vay thế chấp, nay còn xuất hiện những khoản nợ thẻ tín dụng, các khoản cho vay thương mại đối với bất động sản, và các khoản vay kinh doanh khác. Chính sự sụp đổ của thị trường nhà đất Mỹ đã châm ngòi cho khủng hoảng tài chính, và mức độ sụt giảm của giá nhà đóng một vai trò quan trọng trong mức độ tồi tệ chung của tình hình.

Thập niên vừa qua cũng chứng kiến các bong bóng nhà đất ở nhiều quốc gia khác. Giá nhà thậm chí còn tăng cao hơn ở Mỹ tại các nước Anh, Tây Ban Nha, Ireland, Úc và New Zealand. Những nguy cơ bắt đầu xuất hiện từ năm 2007, và đến nay, tất cả những quốc gia nói trên đều phải đối mặt với cả sự sụp đổ của bong bóng địa ốc và sự suy giảm kinh tế nói chung. Các câu chuyện có thể khác nhau về tình tiết, nhưng về bản chất thì hoàn toàn giống nhau. Đó là việc bùng phát và nổ tung của bong bóng, làm thiệt hại nền kinh tế và gây thua lỗ cho những chủ nhà, nhà đầu tư tham gia thị trường khi bong bóng gần lên tới đỉnh điểm.

BONG BÓNG BẤT ĐỘNG SẢN LÀ THỨ TỒI TỆ NHẤT

Khi bất kỳ bong bóng nào vỡ, một số người sẽ thua lỗ. Các nhà đầu cơ có kinh nghiệm đôi khi có thể nhận ra đoạn kết của một bong bóng

và ngưng đầu tư kịp lúc. Quan trọng hơn hết, họ luôn biết hạn chế rủi ro trong đầu cơ đến một mức độ chấp nhận được. Những nhà đầu tư chịu thiệt hại nặng nề nhất là những người tham gia ở những giai đoạn sau của bong bóng, hầu như không có kinh nghiệm về việc quản trị rủi ro.

Để một bong bóng tiếp tục phình to, cần có thêm nhiều người đầu tư, nhiều tiền được đổ vào. Bong bóng sẽ kết thúc khi hoặc là không còn ai để tham gia nữa, hoặc là có một số sự kiện khiến người ta bắt đầu bán ra các tài sản đã đầu cơ.

Nếu bong bóng chỉ ảnh hưởng đến một số lượng nhỏ các nhà đầu tư, chúng sẽ không có mấy ảnh hưởng lên nền kinh tế và không có gì là nghiêm trọng. Trên thực tế, một số bong bóng đã có quy mô đúng như vậy. Ví dụ, bong bóng về giá xe hơi cổ cuối thập niên 1980 chỉ gây ra những hậu quả không đáng kể do số lượng các nhà đầu tư liên quan là không lớn. Rõ ràng người ta không thể sản xuất thêm những chiếc xe cổ, nên dù có một số nhà kinh doanh xe mới nhảy vào trong thời gian xảy ra bong bóng và sau đó buộc phải đóng cửa, thì những nguồn lực bị bỏ phí có quy mô không lớn. Các trường hợp tương tự có thể kể thêm là bong bóng giá các bức tranh theo trường phái Ấn tượng vào cùng thời gian trên và bong bóng giá vàng, bạc trong thập niên 1970.

Tuy nhiên, bong bóng sẽ gây ra những vấn đề nghiêm trọng nếu hiện tượng này xảy ra với những tài sản được nhiều người nắm giữ. Khi đó, không chỉ có một số lượng lớn nhà đầu tư bị ảnh hưởng trực tiếp, mà bong bóng khi tương tác với nền kinh tế còn tạo ra những vòng xoáy bùng phát và sụp đổ. Bong bóng chứng khoán cũng nguy hiểm, song lịch sử cho thấy bong bóng bất động sản là tồi tệ nhất. Sự khác biệt nằm ở chỗ việc giá chứng khoán sụp đổ sẽ không đủ để làm suy yếu hệ thống ngân hàng. Nhưng khi điều đó xảy ra với giá bất động sản, hệ thống ngân hàng sẽ lung lay do nó dựa vào các tài sản thế chấp là bất động sản.

BA VẤN ĐỀ LỚN

Cuốn sách này tập trung vào ba nhóm vấn đề lớn. Thứ nhất, hậu quả của cuộc khủng hoảng hiện tại sẽ như thế nào? Giá nhà sẽ giảm tới đâu? Liệu sẽ có một đợt đại suy thoái tiếp theo hay không? Liệu đợt suy giảm kinh tế hiện tại sẽ kéo theo giảm phát, hay những biện pháp kích cầu sẽ rốt cuộc gây nên lạm phát? Thứ hai, những nhà hoạch định chính sách nên làm gì? Có cách nào để ngăn ngừa bong bóng hay không? Họ có nên quản lý các ngân hàng chặt hơn về vấn đề cho vay hay không? Khi bong bóng vỡ, họ nên phản ứng ra sao? Thứ ba, những nhà đầu tư nên hành động như thế nào? Liệu họ có thể có được những cảnh báo rõ ràng về bong bóng và sự tan vỡ của nó từ những mô hình định giá hay những yếu tố khác hay không? Làm cách nào các nhà đầu tư có thể tự bảo vệ mình khỏi thua lỗ? Khi nào thì họ nên xem xét việc mua trở lại chứng khoán và bất động sản?

Ba nhóm vấn đề đó sẽ được thảo luận trong phần III của cuốn sách. Trước hết, trong phần I chúng ta sẽ nhìn lại nguồn gốc và tác động của các bong bóng trước đây, còn phần II sẽ dành riêng cho bong bóng nhà đất.

---

[1]. Có lẽ hai cuốn sách tốt nhất về lịch sử các bong bóng là Cuồng điên, sợ hãi và sụp đổ (Manias, Panics and Crashes) của Charles Kindleberger (Basic Books, 1978) và Ai cũng phải tự lo cho mình (Devil take the hindmost) của Edward Chancellor (Plume, 2000). Cuốn sách của Kindleberger đã được Robert Z.Aliber cập nhật lại vào năm 2005, bổ sung phần viết về bong bóng địa ốc của thập niên 1980, bong bóng tại châu Á những năm 1980-1990.

[2]. Kindleberger, sđd.

PHẦN I: BONG BÓNG VÀ NỀN KINH TẾ

1. GIẢI PHẪU CÁC BONG BÓNG

Việc định giá các tài sản đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế thị trường. Khi một tài sản tăng giá tương đối so với một tài sản khác, các nguồn lực đầu tư sẽ bị hút về phía đó, điều này xảy ra với cổ phiếu công nghệ, nhà đất hay hoa tulip v.v… Nhưng các thị trường dường như theo định kỳ lại bị cuốn vào những đợt đầu cơ điên rồ rồi những làn sóng bi quan không kém, chính vì thế chúng ta có những đợt phình to và xẹp xuống của các bong bóng.

Một bong bóng điển hình gồm một số giai đoạn nhất định [3]. Thoạt tiên là "sự thế chỗ", tức một sự kiện bên ngoài làm thay đổi môi trường đầu tư và dường như mở ra một cơ hội mới. "Sự thế chỗ" này có thể là việc chiến tranh kết thúc, một công nghệ mới (kênh đào, đường sắt, hay sau này là internet), hay một sự giảm lãi suất mạnh mẽ. Bản chất của sự thế chỗ này quyết định sự đa dạng của các bong bóng, có lẽ đó là nguyên nhân chính của các vấn đề sau này. Chúng ta có lẽ sẽ không gặp bong bóng internet một lần nữa, nhưng ai biết được trong tương lai người ta sẽ phát minh ra những công nghệ gì có thể gây ra một sự "náo loạn" tương tự internet trước kia?

Nếu tác động của sự thế chỗ nói trên là đủ mạnh, nó sẽ tạo ra một đợt tăng trưởng về kinh tế, khi đầu tư tập trung vào lĩnh vực mới, nơi có những cơ hội tiềm tàng. Thông thường các ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc "châm lửa" cho bong bóng, thông qua việc gia tăng lượng tín dụng một cách nhanh chóng. Nhưng lịch sử cũng cho thấy ngay cả khi các ngân hàng hiện hữu không tham gia vào bong bóng, thì những nguồn tài chính và tín dụng khác cũng xuất hiện, bao gồm các ngân hàng mới, các ngân hàng nước ngoài, các công ty tài chính, tín dụng cá nhân v.v… Dòng đầu tư tràn ngập vào khu vực đang phát triển, làm giá cả gia tăng và mở ra thêm nhiều cơ hội lợi nhuận nữa.

Đến một giai đoạn nhất định, bong bóng đạt tới trạng thái có thể gọi

là "cuồng nhiệt" (mania), khi đầu cơ vượt qua mặt đầu tư thực thụ, đồng thời kỳ vọng lợi nhuận đạt đến những mức độ cao chưa từng thấy. Người ta suy đoán rằng thị trường sẽ tốt lên mãi, gạt sang một bên những tiêu chuẩn căn bản về định giá. Càng lúc càng có nhiều người lao vào đầu cơ để kiếm lời nhanh. Nói một cách hình ảnh thì già trẻ lớn bé đều lao vào thị trường để mua. Nhìn chung thì nhiều người cũng có cảnh báo về bong bóng (chẳng hạn như các chính trị gia, các nhà ngân hàng hay nhà báo), song những cảnh báo của họ thoạt tiên là quá sớm, và do đó bị phớt lờ.

Cuối cùng thì sẽ đến lúc thị trường tăng chậm lại, khi một số người đã có lời và càng lúc càng có ít người mới tham gia. Đôi khi có một khoảng thời gian "tĩnh lặng" bí hiểm, sau đó một sự kiện mới tiếp tục thúc đẩy quá trình giảm giá nhanh hơn trước. Sự kiện đó có thể là một cú sốc từ bên ngoài như chiến tranh; hay một dợt tăng lãi suất và suy giảm kinh tế khi đầu tư mới chảy vào và việc "quá tải" trở nên rõ ràng. Ngòi nổ nhiều khi chẳng phải là một sự kiện lớn lao gì cho lắm, đơn giản đó chỉ là "giọt nước làm tràn ly" mà thôi.

Giai đoạn tiếp theo có thể gọi là giai đoạn "đảo chiều": giá giảm, những âu lo về tài chính gia tăng, các vụ phá sản nhiều lên và ngân hàng thu hẹp cho vay ra. Khi luồng đầu tư mới giảm xuống và cảm giác bất an gia tăng, nền kinh tế bị ảnh hưởng vì ngay cả những dự án thật sự tốt cũng thất bại, càng làm tình hình trầm trọng hơn. Lòng tin nói chung vào kinh doanh dường như bốc hơi, đa số mọi người nay chỉ muốn ngồi "chờ thời" trước khi đầu tư mới. Người tiêu dùng cũng dè dặt hơn với những khoản chi tiêu lớn như mua nhà, mua xe, vì lo ngại rằng cả công việc và các khoản đầu tư hiện tại của họ sẽ gặp rủi ro.

Cũng có thể có một giai đoạn "hoảng loạn" khi giá giảm cực nhanh, mọi người đều muốn bán tháo tài sản và do đó hầu như không có ai mua vào trên thị trường. Thanh khoản của thị trường biến mất, giá giảm và một quá trình đảo chiều với quá trình đầu cơ trước đó diễn ra. Cuối cùng, hoặc là giá tài sản xuống thấp đến mức mọi người cho rằng giá đã

đủ rẻ để mua, hoặc các cơ quan chức năng đóng cửa thị trường tạm thời chờ cơn hoảng loạn dịu xuống, hoặc áp dụng các biện pháp kiểu như "người cho vay cuối cùng" để lấy lại lòng tin. Tuy nhiên, hiếm khi nào giai đoạn này kết thúc mà không có một đợt suy giảm hay thậm chí suy thoái kinh tế.

NHẬN DIỆN CÁC BONG BÓNG

Mô tả ở phần trên là điển hình cho một bong bóng. Theo tôi không khó để nhận diện một bong bóng khi nó đang phình to; dù một số người cho rằng chỉ có thể nhận diện bong bóng một cách chắc chắn sau khi nó vỡ tung mà thôi. Với một nhà đầu tư, để tránh những khoản lỗ lớn thì điều cốt yếu là phải nhận ra các bong bóng. Từ quan điểm chính sách công, để quản lý tốt nền kinh tế, cũng cần sớm nhận diện các bong bóng tiềm ẩn, trước khi chúng đạt tới những trạng thái cực đoan.

Bảng 1.1 liệt kê một số yếu tố được quan sát trong các đột bong bóng, từ bong bóng công ty South Sea đến bong bóng internet. Đa số chúng đều khá rõ ràng khi bong bóng phình to, song lại không dễ nhận diện trong những giai đoạn đầu của bong bóng.

Bảng 1.1:

Bảng kê các đặc tính cơ bản của một bong bóng

- Giá tăng nhanh
- Kỳ vọng cao về việc tăng giá liên tục
- Định giá (tài sản) quá cao so với dữ liệu quá khứ
- Định giá (tài sản) quá cao so với mức giá hợp lý (xem chương 10)
- Kinh tế đi lên trong vài năm
- Có một hay một số lý do đằng sau sự tăng giá
- Một yếu tố mới tác động (ví dụ: công nghệ đối với thị trường chứng khoán, việc nhập cư đối với thị trường nhà đất…)
- Một sự "thay đổi tư duy" mang tính chủ quan
- Các nhà đầu tư mới tiến vào thị trường
- Các nhà khởi nghiệp mới bắt đầu tham gia ngành
- Sự quan tâm đáng kể của công chúng và giới truyền thông
- Việc cho vay tăng mạnh
- Việc nợ nần do đi vay gia tăng
- Xuất hiện những người cho vay mới, những chính sách cho vay mới
- Lạm phát giá tiêu dùng dịu bớt (nên ngân hàng trung ương cảm thấy an tâm)

- Chính sách tiền tệ được nới lỏng
- Tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình giảm
- Tỷ giá mạnh

(Nguồn: tác giả, một phần dựa theo bài “Vấn đề bong bóng”, tài liệu “Chiến lược kinh tế và đầu tư” của HSBC, tháng 7/1999)

GIÁ CẢ TĂNG NHANH

Trước hết, một bong bóng rõ ràng sẽ liên quan với một đợt tăng giá nhanh chóng. Tuy nhiên, tự thân một đợt tăng giá mạnh không phải luôn luôn hàm ý là sẽ có bong bóng xảy ra, do giá có thể tăng từ những mức quá thấp (do trước đó tài sản bị định giá thấp). Do đó chúng ta chỉ nên nghi ngại có bong bóng xảy ra khi việc định giá vượt lên trên các mức trung bình trong quá khứ (tức là căn cứ vào dữ liệu lịch sử để làm mốc so sánh), sử dụng những chỉ số như chỉ số P/E cho chứng khoán hay chỉ số giá nhà/thu nhập đối với nhà đất. Mức độ của sự tăng giá có thể cho chúng ta manh mối để xác định xác suất chính xác của khả năng bong bóng xuất hiện. Ví dụ, bong bóng chứng khoán thập niên 1990 tại Mỹ kéo tỷ lệ P/E (tính trên thu nhập bình thường của chứng khoán, loại ra những yếu tố bất thường) lên tới hơn 30, tức là cao hơn nhiều so với tỷ lệ trung bình trước đó (khoảng từ 14 đến 16, xem biểu đồ 1.1) [4]



Biểu đồ 1.1:
Tỷ lệ P/E theo S&P 500, Mỹ

ĐỊNH GIÁ QUÁ MỨC

Vấn đề định giá tài sản (valuation) là vấn đề gây tranh cãi. Nhiều người cho rằng chúng ta không thể nào biết chắc liệu thị trường có bị định giá quá mức hay không. Tôi không đồng ý với quan điểm này. Tôi cho rằng chúng ta có thể nhận diện những khoảng hay ngưỡng định giá "hợp lý", và nếu như thị trường vượt qua những ngưỡng này, ít nhất cũng có thể dự đoán rằng có khả năng bong bóng sẽ xảy ra. Ngoài ra thì cũng có thể tìm thêm "chứng cứ" của một bong bóng đang hé lộ ở những đặc tính khác của nó.

KINH TẾ ĐI LÊN

Một cách điển hình, bong bóng xuất hiện sau vài năm tăng trưởng kinh tế ổn định vững chắc, đồng thời lòng tin nhìn chung gia tăng. Những ảnh hưởng của các đợt suy thoái hay bong bóng vỡ trước kia (ít nhất là trong cùng thị trường) đã lùi xa và mờ đi. Ví dụ, bong bóng chứng khoán Mỹ thập niên 1990 xuất hiện trong ba năm cuối cùng của một giai đoạn mở rộng kinh tế liên tục trong 9 năm liền, đồng thời cũng ngay sau giai đoạn 15 năm mà thị trường chứng khoán rất mạnh và ổn

định. Tương tự, khủng hoảng chứng khoán và địa ốc châu Á hồi 1997-1998 cũng xuất hiện sau một thập kỷ tăng trưởng ấn tượng của khu vực này, giai đoạn từng được gọi là "sự thần kỳ châu Á".

Riêng bong bóng nhà đất Mỹ có một chút khác biệt, khi xuất hiện ngay sau khi nền kinh tế thoát ra khỏi suy thoái. Tuy nhiên, nó cũng chỉ xuất hiện sau hơn 10 năm tính từ đợt bong bóng nhà đất trước đó (đầu thập niên 1990, với quy mô nhỏ hơn nhiều). Ngoài ra, bong bóng nhà đất lần này một phần là kết quả của đợt giảm lãi suất nhằm đối phó lại bong bóng chứng khoán trước đó. Trong khi đó, bong bóng nhà đất lớn nhất của thập niên đầu thế kỷ XXI xảy ra ở Anh, Úc và Tây Ban Nha, chính là ba trong số ít các quốc gia phát triển tránh được đợt suy thoái giai đoạn 2000-2003.

SỰ XUẤT HIỆN CỦA MỘT YẾU TỐ MỚI

Như đã nói trước đây, một đặc điểm nữa của bong bóng là việc xuất hiện một thay đổi hay sự phát triển nào đó trong nền kinh tế, điều sẽ biện minh cho việc tăng giá. Trong thập niên 1990, đó là sự xuất hiện của máy tính và công nghệ làm việc theo mạng, và rộng hơn là việc tăng năng suất nói chung của nền kinh tế Mỹ, đến mức người ta lúc đó đã thường nói về khái niệm một "nền kinh tế mới". Trong thập niên 1980 tại Nhật, yếu tố mới là sự cảm nhận rằng mô hình kinh tế Nhật, với những khái niệm và phương pháp xuất sắc như quản trị hàng tồn kho just-in-time, sự tham gia và gắn bó của người lao động, rồi quản trị chất lượng toàn bộ (total quality management) v.v… đang thống trị cả thế giới. Các bong bóng nhà đất thì liên hệ chặt với tình trạng nhập cư gia tăng và lãi suất giảm xuống.

THAY ĐỔI KHUNG TƯ DUY

Thông thường, sẽ có một cảm nhận về sự thay đổi "khung tư duy" (paradigm shift), điều được những người có uy tín trong xã hội [5] tranh luận rất sôi nổi. Sau đây chúng ta sẽ thấy người ta nhìn chung có xu hướng bẩm sinh là tin, hay muốn tin rằng những sự kiện hiện tại hoàn

toàn khác hẳn với những gì đã xảy ra trong quá khứ. Đó là nét nghĩ đặc trưng của những người trẻ, và sự bùng nổ internet thập niên 1990 chủ yếu do những người trẻ tạo nên! Tuy nhiên một số người khác có những lợi ích trong lập luận rằng "lần này sẽ khác những lần trước", nhất là các nhà môi giới, chuyên gia quản lý quỹ, đại lý môi giới bất động sản.

Tôi không tỏ ra mình là người biết trước mọi thứ, hay tuyên bố rằng "chẳng có chuyện gì mới mẻ cả". Kết quả kinh tế và những hành vi của thị trường luôn thay đổi theo thời gian, những giai đoạn phát triển và suy giảm có thể kéo dài hàng thập kỷ hay lâu hơn. Tuy nhiên, sẽ là nguy hiểm nếu cứ dùng lập luận này để biện minh cho việc định giá quá mức, ít nhất là khi không có những điều kiện hợp lý.

Ngay cả khi việc tăng giá được giải thích bởi một sự gia tăng cơ bản về năng suất, chúng ta cũng chỉ nên coi đó là một động thái xảy ra một lần (one-off move), không thường xuyên, chứ không phải là một xu hướng tăng giá mãi mãi. Ví dụ, lợi nhuận của một công ty tăng là lý do để giá cổ phiếu công ty đó tăng lên, nhưng khi giá cổ phiếu tiến lên một mức cao hơn, thì lợi nhuận thu được từ giá cổ phiếu sẽ phải giảm xuống bằng mức tăng của lợi nhuận công ty. Do đó, việc kỳ vọng giá cổ phiếu tiếp tục tăng lên là phi thực tế. Điều tương tự cũng xảy ra với giá nhà đất. Nếu chỉ số giá nhà đất/lợi nhuận tăng lên lúc này là hợp lý, thì một khi chỉ số đó tăng thêm, mức tăng của giá nhà phải giảm xuống chỉ còn tương đương với mức tăng của lợi nhuận thu được từ việc mua bán nhà.

Những gì đã xảy ra ở Mỹ vào thập niên 1990 là rất thú vị, xét theo khía cạnh này. Trong giai đoạn này, tăng trưởng năng suất, cái là một phần của thay đổi khung tư duy đi kèm theo các bong bóng, đã được khẳng định. Kể từ năm 2000, (tức là sau giai đoạn bong bóng) tăng trưởng năng suất của Mỹ đạt mức 4%/năm, cao hơn so với các thập kỷ trước đó. Tương tự, các công nghệ mới tràn ngập trong nền kinh tế theo những cách thức mà nhiều người nhiệt tình đã dự đoán. Nhưng người ta đã quên mất một điều quan trọng trong hiện tượng bong bóng: tăng trưởng năng suất nhanh không có nghĩa là lợi nhuận gia tăng trong dài

hạn. Thoạt tiên, điều này sẽ làm tăng lợi nhuận, nhưng sau đó đầu tư và cạnh tranh đều gia tăng, và cuối cùng, giá cả hạ thấp khiến những thu nhập trước đó chảy vào các thu nhập thực tế gia tăng. Lợi nhuận rơi trở lại mức độ bình thường, bởi trong nền kinh tế thị trường các công ty không thể duy trì chúng trong dài hạn.

CÁC NHÀ ĐẦU TƯ VÀ CÁC NHÀ KHỞI NGHIỆP MỚI

Quay lại bảng kê nói trên, một đặc tính chung của các bong bóng là việc có sự xuất hiện của các nhà đầu tư mới, những người chưa từng đầu tư trước đó. Họ bị thuyết phục bởi lập luận kỳ vọng tăng giá, cũng như sự tăng giá liên tục trên thị trường. Một ví dụ tốt là những người đi vay dưới chuẩn, vốn là những người cho thuê nhà trước đây. Thông thường, những nhà đầu tư mới được trợ giúp bởi sự xuất hiện của những nhà khởi nghiệp mới, ví dụ những người đưa ra các công cụ tài chính mới, như những chào bán cổ phiếu internet cuối thập niên 90 hay các quỹ "mua để cho thuê" (buy-to-let [6]) ở Anh và Úc trong những năm gần đây.

SỰ QUAN TÂM CỦA CÔNG CHÚNG VÀ TRUYỀN THÔNG

Sự quan tâm của công chúng đến thị trường ngày càng tăng, được phản ánh qua các phương tiện thông tin đại chúng. Nhiều câu chuyện nhấn mạnh đến khía cạnh giật gân, khi những đợt tăng giá trong thị trường khiến nhiều người giàu lên nhanh chóng sau chỉ một đêm. Trong các bong bóng chứng khoán, giới truyền thông đưa ra những câu chuyện nhuốm vẻ ghen tị với một số ít may mắn, hoặc thể hiện thái độ thù địch về phía các nhà đầu cơ. Còn trên thị trường địa ốc, nơi mà thông thường đa số người đọc là những người thắng cuộc, tinh thần chung của báo chí là chia sẻ những tin tốt lành. Đôi khi, các bài báo còn cung cấp thông tin cho độc giả về chứng khoán, các khoản đầu tư về tài sản hay thế chấp, nói một cách hình ảnh là chỉ cho người ta cách "tham gia bàn tiệc"!

Một loại truyền thông khác lại nhấn mạnh đến nguy cơ bong bóng và

những rủi ro đi kèm, phê phán các nhà đầu cơ và đôi khi là cả những cơ quan quản lý đã tạo điều kiện cho bong bóng diễn ra. Luôn luôn có những nhà bình luận dự báo sự chấm dứt của bong bóng. Chẳng hạn, vào cuối những năm 1990 các tờ báo nổi tiếng như The Economist và Financial Times thường xuyên nhấn mạnh điệp khúc về bong bóng trên thị trường chứng khoán Mỹ. Khi bong bóng này nổ tung, họ đã rất hài lòng với dự đoán của mình (điều này là có thể hiểu được!), tuy nhiên do lịch sự nên đã cố không tỏ ra hả hê quá mức! Sau đó, những tờ báo này tiếp tục cảnh báo về nguy cơ bong bóng nhà đất trong thập niên kế tiếp.

VIỆC CHO VAY TĂNG MẠNH

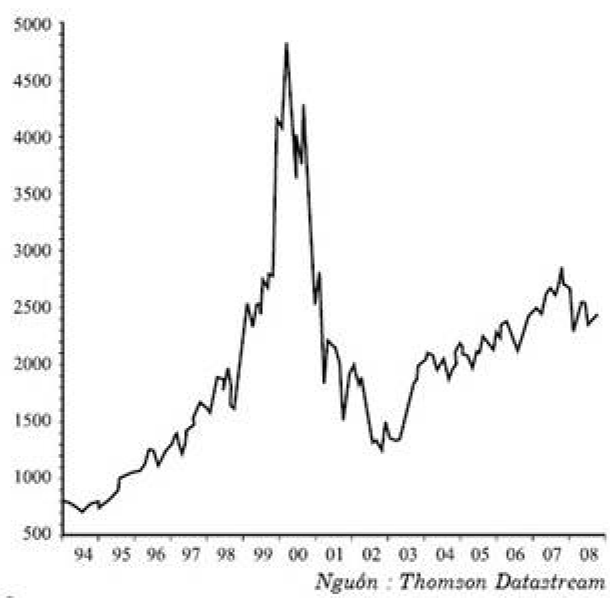
Nhìn chung các bong bóng liên quan với việc gia tăng cho vay, từ các ngân hàng cũng như từ những người cho vay khác. Đôi khi điều này là kết quả của những thay đổi về cấu trúc và quy định đối với việc cho vay, nhưng thường xuyên hơn là do sự gia nhập thị trường của những người cho vay mới. Về điều này, bong bóng nhà đất Mỹ là một ví dụ điển hình, với sự bùng nổ của các khoản vay dưới chuẩn và vay Alt-A và sự xuất hiện của các sản phẩm tài chình cấu trúc phức tạp như các nghĩa vụ nợ có thế chấp (CDO - collateralized debts obligation). Nợ nần tăng lên, còn tỷ lệ tiết kiệm của các hộ gia đình lại đi xuống. Đằng sau tất cả những điều này là cái mà tôi coi là một chính sách tiền tệ nới lỏng. Đôi khi điều này là rõ ràng, thể hiện qua việc tăng mạnh lượng cung tiền. Tuy nhiên quan trọng hơn là tăng trưởng tín dụng (điều này có liên quan nhưng không phải là hoàn toàn giống với việc tăng cung tiền), tức là việc gia năng của nợ vay. Đôi lúc chúng ta cũng có thể này quá việc lãi suất thực của nền kinh tế giảm xuống những mức thấp một cách bất thường.

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI MẠNH

Đặc điểm cuối cùng của các bong bóng là một tỷ giá hối đoái mạnh, hoặc đối với những nước có tỷ giá cố định, là một luồng vốn đi vào. Trong thời gian bong bóng, tiền từ nước ngoài đổ vào quốc gia đó, do sức hấp dẫn của tài sản tăng giá hay do sức mạnh của nền kinh tế đang

đi lên. Đồng nội tệ mạnh lên dẫn tới thâm hụt cán cân thương mại và cán cân vãng lai. Thực ra, về một nghĩa nào đó điều này nằm trong dự đoán, nhằm có được thặng dư về tài khoản vốn của quốc gia (cái mà theo định nghĩa sẽ tương đương với một thâm hụt trong tài khoản vãng lai).

Không phải mọi đặc điểm trong bảng kê nói trên đều xuất hiện trong mọi bong bóng. Suy cho cùng, việc xác định một thị trường đang nóng lên có phải là bong bóng hay không là vấn đề mang tính xét đoán, dựa trên số lượng những đặc điểm của bong bóng đang xuất hiện, cũng như mức độ "trầm trọng" của chúng. Nếu nghĩ lại về bong bóng internet cuối thế kỷ XX, thì rõ ràng vào thời điểm cuối 1999 đầu 2000 đã xuất hiện một bong bóng. Tuy nhiên vào lúc đó bong bóng đã gần lên tới đỉnh, với chỉ số NASDAQ tăng từ 2.800 điểm (đầu tháng 10/1999) lên đỉnh 5.000 điểm sáu tháng sau đó. Sau đó nó rơi xuống qua mức 2.800 vào tháng 12/2000 và tiếp tục xuống 1.200 điểm vào năm 2002, tức là bằng mức của năm 1996 (xem biểu đồ 1.2). Một cách lý tưởng, lẽ ra người ta đã phải nhận ra nguy cơ rất cao của bong bóng từ khoảng giữa năm 1998, thậm chí những dấu hiệu đầu tiên từ năm 1997 [7].



Biểu đồ 1.2:
Bong bóng NASDAQ

BONG BÓNG VÀ TIÊU DÙNG

Con người phản ứng trước việc tài sản tăng giá qua cái gọi là "hiệu ứng tài sản" (wealth effect). Khi giá tài sản tăng chút ít thì có thể không có mấy ảnh hưởng, song nếu mức giá tăng đủ nhiều thì một số người sẽ bắt đầu thay đổi hành vi tiêu dùng của họ. Nếu thị trường chứng khoán cất cánh, họ sẽ gác việc tiết kiệm lại và ra ngoài ăn tối thường xuyên hơn, không quên ba hoa với bạn bè về "kỹ năng" chọn lựa đúng cổ phiếu để đầu tư của mình. Vài người khác thì lấy một phần lợi nhuận để mua xe mới, thuyền mới. Tương tự, nếu giá nhà tăng, một vài người sẽ vay thế chấp nhiều hơn để sửa sang lại nhà bếp hay cơi nới ngôi nhà của mình.

Có thể bạn sẽ nói con người thật là ngu ngốc và thiển cận khi mau chóng tiêu xài số tiền lời vừa kiếm được. Tuy nhiên, sự thật là khá nhiều người đã đặt ra cho mình những định mức mong đợi nhất định về sự giàu có, và khi giá tài sản tăng nhanh hơn khiến mức đó đạt được sớm hơn họ dự đoán, thì tại sao họ lại không thể tiêu xài nhiều hơn kia chứ? Nói gì thì nói, với đại đa số chúng ta, việc mua vào và giữ một tài sản nào đó cũng chỉ nhằm mục tiêu là tiêu xài vào một thời điểm sau này mà thôi. Tất nhiên nếu việc tăng giá là tạm thời và sau đó giá lại hạ, mọi người sẽ nhận ra mọi chuyện. Tuy nhiên vẫn có nguy cơ là sau một đợt tăng giá người ta lại cùng kỳ vọng sẽ có một đợt tăng giá mới, và do đó lại tiêu xài nhiều hơn nữa.

Có nhiều bằng chứng cho thấy hầu hết mọi người không tiêu xài những gì kiếm được ngay lập tức, mà phản ứng lại một cách từ từ. Có thể họ dần dần nhận ra họ đang giàu lên, hoặc cũng có thể họ thận trọng, chỉ tiêu xài lợi nhuận kiếm được (do tài sản tăng giá) khi tin rằng lợi nhuận này mang tính thường xuyên và ổn định. Tuy nhiên vẫn có khả năng xảy ra một cái bẫy ở đây. Việc phán đoán liệu sự tăng giá tài sản là thường xuyên, liên tục hay không lại chủ yếu dựa vào việc mức giá đó được duy trì trong một thời gian, hơn là việc nhìn nhận xem việc định giá tài sản hiện tại có hợp lý hay không. Nhưng khi bong bóng phát

triển, giá thường vượt quá mức định giá hợp lý trong một thời gian tương đối dài, và khi đó mọi người bắt đầu coi những mức giá cao này là bình thường và hợp lý.

Một phản ứng thông thường nữa trước sự tăng giá của tài sản là việc khi đó người ta gia tăng vay mượn để tài trợ cho những khoản tiêu xài của mình. Ở Mỹ, người ta dễ dàng vay tiền khi có chứng khoán thế chấp, ngay cả khi danh mục chứng khoán mà bạn đang nắm là khá khiêm tốn. Ở các nước khác, chỉ những ai có danh mục đầu tư lớn mới có thể vay tiền thế chấp bằng chứng khoán, mặc dù vẫn có những cách khác để tăng đòn bẩy tài chính của họ, như CFD (contract for differences: hợp đồng mua bán sự chênh lệch), ETF (exchange traded funds) hay ở Anh là "các cược về chênh lệch giá trong các giao dịch ngoại hối, chứng khoán hay hàng hoá" (spread betting).

Tuy nhiên, đối với một cá nhân bình thường thì việc vay mượn bằng thấ chấp vẫn thường diễn ra dưới hình thức MEW (Mortgage equity withdrawal) [8], tức là thế chấp lại khi giá nhà tăng lên. Suốt 20 năm qua, ở nhiều nước việc này càng ngày càng dễ thực hiện hơn khi các quy tắc được nới lỏng bằng cách chấp thuận các khoản giải ngân trước (advances) nhiều hơn, hoặc bằng cách đảo tài sản thế chấp và tăng số tiền vay lên.

Nếu người ta vay tiền thế chấp bằng tài sản và dùng tiền vay đó để chi tiêu, thì hậu quả sẽ là một sự sụt giảm trong tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình, điều này chính là một thước đo của "hiệu ứng tài sản" (wealth effect). Tỷ lệ tiết kiệm đơn thuần tình bằng độ chênh giữa thu nhập và chi tiêu hiện tại, bỏ qua một thực tế rằng chi tiêu tăng lên chỉ có thể thực hiện qua việc vay mượn hay bán tài sản mà thôi!

Điểm mấu chốt cần lư ý ở đây là việc tỷ lệ tiết kiệm giảm đi chỉ có tác dụng một lần lên mức tăng trưởng của chi tiêu mà thôi. Hãy hình dung một cặp vợ chồng, trước sự tăng giá của căn nhà mà họ đang sở hữu, quyết định giảm tỷ lệ tiết kiệm từ 10% thu nhập hàng năm xuống

còn 5% mà thôi. Như vậy trong năm đó tỷ lệ tiết kiệm của gia đình này giảm 5% và mức chi tiêu tăng tương ứng 5%. Sự thay đổi này mang tính "duy nhất", vì chẳng hạn nếu năm sau đó họ tiếp tục duy trì mức tiết kiệm 5%, thì mức chi tiêu sẽ thay đổi tương ứng với mức thu nhập.

Điều này gây ra một vấn đề khó chịu cho chính sách tiền tệ, vì các Ngân hàng trung ương rất qua tâm đến tăng trưởng kinh tế nói chung. Nếu mọi người trong nền kinh tế đồng loạt giảm tỷ lệ tiết kiệm 5%, thì ngay lập tức sẽ có một mức tăng 5% trong tiêu dùng cá nhân. Điều này rung lên hồi chuông cảnh báo rằng nền kinh tế phát triển quá nóng và sẽ có lạm phát đi theo. Phản ứng của Ngân hàng trung ương sẽ là nâng lãi suất để hạ nhiệt nền kinh tế. Nhưng qua năm kế tiếp, tăng trưởng của chi tiêu sẽ lập tức quay trở lại mức cũ của nó. Nếu Ngân hàng trung ương không nhận ra bản chất của vấn đề ở đây, họ sẽ mắc sai lầm khi tiếp tục giữ lãi suất ở mức quá cao.

Rủi ro sẽ còn cao hơn nếu người tiêu dùng tài trợ cho các khoản chi của họ bằng việc đi vay hay bán tài sản chứ không chỉ là giảm các khoản tiết kiệm đơn thuần, bởi trong cả hai trường hợp thì tiêu dùng đều sẽ đảo ngược trong năm kế tiếp. Giả sử người tiêu dùng có được tiền mặt để nâng mức chi tiêu lên 5% trong năm nay qua việc bán các tài sản. Năm sau, trừ phi họ lặp lại cách làm này, thì họ vẫn chỉ có thu nhập như cũ, tức là thực chất tiêu dùng năm sau sẽ giảm 5%! Ngân hàng trung ương hoàn toàn có khả năng đánh giá sai điều này.

Đôi khi mọi người phản ứng lại việc trở nên giàu có hơn bằng cách vay nợ nhiều hơn, để mua vào các tài sản mới. Phản ứng thông thường là thế chấp thêm để mua một căn nhà thứ hai, bên cạnh việc bán ra một số chứng khoán để thanh toán trước một phần giá trị ngôi nhà đó. Trong trường hợp này chẳng có gì thay đổi trong chi tiêu của người tiêu dùng, tỷ lệ tiết kiệm hay tài sản của họ cả (sau khi trừ đi phần nợ vay). Nhưng tổng tài sản và nợ vay đều tăng, người tiêu dùng đang chịu rủi ro nhiều hơn trước. Cùng lúc đó, do nhu cầu gia tăng, giá nhà có xu hướng tăng lên!

Rất may là có những người thận trọng hơn khi giá tài sản tăng cao. Một phản ứng tránh rủi ro khi đó là bán chứng khoán để thanh toán hết nợ nần. Một số người tận dụng khi giá nhà tăng bằng cách thế chấp để vay một khoản lớn hơn, dùng số tiền vay này thanh toán khoản vay cũ có lãi suất cao hơn, hoặc gia tăng các khoản tiền gửi của mình để phòng xa. Khi trả nợ cũ, rủi ro sẽ giảm đi. Còn trong trường hợp thứ hai, tổng tài sản của người đó vẫn phụ thuộc vào giá nhà tăng, và từ quan điểm của Ngân hang trung ương thì vẫn còn đó nỗ lo rằng một ngày nào đó khoản tiết kiệm kia sẽ bị tiêu xài đi!

Tất cả những tác động vừa kể trên sẽ đi theo chiều ngược lại nếu giá tài sản xuống đủ sâu, và theo đó tỷ lệ tiết kiệm so với tổng thu nhập tăng lên. Điều này xảy ra lần gần nhất là vào thập niên 1970, khi lạm phát ảnh hưởng đến giá trị tài sản thực, làm thúc đẩy tăng tỷ lệ tiết kiệm, và mọi người muốn khôi phục lại bảng cân đối tài sản cũa họ. Tuy nhiên, khi giá tài sản giảm, người ta cũng lo sợ và giảm thiểu rủi ro bằng cách trả bớt nợ nần hay thoát ra khỏi các tài sản rủi ro cao như chứng khoán. Tất nhiên đây không phải là thời điểm thích hợp để hành động như vậy, điều này có thể làm trầm trọng hơn vòng xoáy của giá tài sản. Nói gì thì nói, nhiều người vẫn bị thôi thúc phải giảm rủi ro của họ.

ĐO LƯỜNG HIỆU ỨNG TÀI SẢN

Các nhà kinh tế đã cố gắng tính toán quy mô của hiệu ứng tài sản trên thực tế. Điều này không dễ, bởi giá tài sản tăng thường cùng thời điểm với tăng thu nhập và giảm thất nghiệp, cả hai việc này đều kích thích chi tiêu. Ngoài ra, đến một mức độ nào đó thì cả việc tài sản tăng giá và chi tiêu tăng đều là kết quả của những kích thích tiền tệ từ Ngân hang trung ương thông qua cơ chế lãi suất hạ. Tuy nhiên, bất chấp những điều kiện nói trên, nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng có một tác động đo lường được của việc tăng giá tài sản lên mức chi tiêu của người tiêu dùng, mức độ cao thấp tuỳ theo từng quốc gia [9]. Một số ít tài liệu cho thấy không có ảnh hưởng của hiệu ứng tài sản lên thị trường chứng khoán, một số ít hơn không thấy rằng giá nhà đất là quan trọng. Tuy

nhiên, đa số nghiên cứu cho thấy giá nhà đất quan trọng và có ảnh hưởng nhiều hơn giá chứng khoán, ảnh hưởng này có khi gấp đôi so với ảnh hưởng của giá chứng khoán.

Những nghiên cứu loại này đã bắt đầu từ những năm 1970, và kinh nghiệm tại Mỹ cho thấy cứ 1 đô-la tăng giá tài sản thì người tiêu dùng sẽ tiêu xài thêm 5 cent nữa. Những nghiên cứu tại Mỹ sau đó cũng ủng hộ con số này, dù có lẽ mức chính xác hơn phải là từ 3 cent đến 7 cent [10]. Sự liên kết giữa giá tài sản và chi tiêu của người tiêu dùng tại Mỹ dường như lớn hơn so với tại châu Âu lục địa. Người Mỹ nói chung bị ảnh hưởng bởi giá chứng khoán nhiều hơn, do hơn một nửa dân Mỹ sở hữu chứng khoán (trực tiếp hay qua các quỹ hỗ tương), đồng thời càng ngày càng có nhiều người lao động có tài khoản trong quỹ tiết kiệm hưu trí 401k [11].

Đôi khi có người lý luận rằng hiệu ứng tài sản trên thị trường chứng khoán không mấy quan trọng với nền kinh tế, do chứng khoán chỉ thuộc sở hữu của khoảng 10% những người có thu nhập cao nhất mà thôi. Vấn đề với lập luận này sẽ là: chi tiêu của người tiêu dùng cũng chỉ tập trung vào chính nhóm người vừa nói mà thôi. Ở Anh, chứng khoán có lẽ ít có ảnh hưởng trực tiếp hơn, mặc dù vẫn có những sở hữu gián tiếp qua các quỹ lương hưu và bảo hiểm. Tuy nhiên, giá nhà đất ở Anh luôn có những chu kỳ lớn và rất quan trọng, như chúng ta sẽ thấy sau này.

Tại châu Âu lục địa, thị trường chứng khoán có quy mô tương đối nhỏ so với GDP, vì các công ty hay tìm nguồn tài trợ từ các ngân hàng. Ở một số nước như Đức và Pháp, giá nhà ít biến động hơn so với Anh, vì hệ thống tài chính và cơ cấu thuế không tạo điều kiện cho người dân mua nhà một cách dễ dàng. Ở những nước mà hệ thống tài chính được tự do hoá như khu vực Scandinavia những năm 1980, hay Hà Lan và Tây Ban Nha những năm 1990, đã có những bong bóng đáng kể xảy ra. Thật thú vị là ngay một nghiên cứu chỉ ra rất ít những hiệu ứng tài sản của thị trường chứng khoán vẫn thấy hiện tượng này xuất hiện ở Mỹ,

Ireland và Phần Lan. Đây chính là ba nước có sự bùng nổ của thị trường chứng khoán mạnh mẽ nhất trong nửa sau của thập niên 1990 [12]. Điều này khẳng định quan điểm rằng hiệu ứng tài sản có thể không mấy ảnh hưởng trong những thời kỳ bình thường, song có thể trở nên đặc biệt lớn khi có những biến động mạnh (về giá tài sản).

BONG BÓNG VÀ HÀNH VI CỦA DOANH NGHIỆP

Đối với các doanh nghiệp thì bong bóng chứng khoán và giá cổ phiếu của họ đương nhiên là những vấn đề quan trọng. Khi giá cổ phiếu của một công ty tăng lên, giá trị của các khoản đầu tư mới để mở rộng công ty sẽ cao hơn so với chi phí đầu tư. Điều này dẫn đến một phương thức định giá thị trường (market valuation) mới mang tên Tobin's Q, đặt theo tên nhà kinh tế James Tobin. Chỉ số này tính bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường của một công ty so với chi phí thay thế của công ty đó, trong trường hợp muốn đầu tư mới hoàn toàn. Người ta cũng dùng chỉ số này để đánh giá toàn bộ thị trường, và chỉ số Q của thị trường chứng khoán Mỹ đạt tới mức 2 vào đầu năm 2000, so với mức thông thường trước đó chỉ vào khoảng 0,7.

Người ta có thể nghi ngờ về cách thức đo lường chỉ số Q nói trên, vì điều này phụ thuộc vào việc có được những dữ liệu tốt về chi phí hiện tại của những khoản đầu tư quá khứ, một vấn đề khá rắc rối về mặt kế toán. Ngoài ra, những người ủng hộ các phương pháp định giá cao lập luận rằng cách tính này đã bỏ qua những tài sản vô hình như thương hiệu hay nguồn nhân lực của một công ty. Nói gì đi nữa, một khi chỉ số này tăng cao trong thập niên 1990, rõ ràng có khả năng là thị trường đã bị định giá quá mức.

Để minh hoạ về chỉ số Q, giả định một công ty tên WhizzPizza có hệ thống 100 nhà hàng pizza và 2 triệu USD tiền mặt trong quỹ. Công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán, với giá trị thị trường (giá trị vốn hoá) là 102 triệu USD, tức là 1 nhà hàng được định giá trung bình khoảng 1 triệu USD (102 triệu USD = 1 triệu USD x 100 nhà hàng;

cộng thêm 2 triệu USD tiền mặt). Nếu WhizzPizza tính toán rằng chi phí mở mới 1 nhà hàng chỉ là 500.000USD, họ nên mau chóng dùng 2 triệu USD tiền mặt để mở thêm 4 nhà hàng nữa, khi đó giá trị thị trường của công ty sẽ là 104 triệu USD (104 nhà hàng x 1 triệu USD/nhà hàng). Trong ví dụ này, chỉ số Tobin's Q là 2. Tuy nhiên, nếu chi phí mở thêm 1 nhà hàng là 2 triệu USD (tức chỉ số Q chỉ còn 0,5), tốt hơn là công ty nên trả lại 2 triệu USD tiền mặt này cho các cổ đông, vì đầu tư mở mới 1 nhà hàng nữa sẽ làm giảm giá trị thị trường của công ty chỉ còn 101 triệu USD (khi đó họ có 101 nhà hàng nhưng số tiền mặt 2 triệu USD đã không còn nữa!).

Thật dễ dàng nhận ra cách thức mà phản ứng của các doanh nghiệp trước những tín hiệu từ giá tài sản có thể củng cố chu kỳ kinh tế: họ tăng đầu tư khi nền kinh tế và thị trường chứng khoán nóng lên, hay giảm đầu tư khi nền kinh tế đi xuống. Khi chỉ số Q là 2, WhizzPizza có đủ động lực để vay mượn càng nhiều càng tốt, cũng như tăng vốn để mở rộng hoạt động. Nhưng cuối cùng, do có quá nhiều nhà hàng pizza mới mở ra (bởi cả WhizzPizza và các đối thủ của nó), lợi nhuận thu được trên mỗi nhà hàng sẽ đi xuống. Khi giá trị của 1 nhà hàng rơi xuống còn tương đương với chi phí thành lập, tức là chỉ số Q bằng 1, đầu tư sẽ giảm xuống vì thị trường pizza đơn giản là đã bão hòa.

Điều này xảy ra khá thường xuyên trên từng thị trường riêng lẻ, khi các sản phẩm mới đi hết một vòng đời (life cycle) của nó và thị trường rơi vào bão hòa. Tuy nhiên khi chỉ số Q cao trên toàn thị trường chứng khoán, sẽ có một làn sóng đầu tư bùng nổ và lan rộng, cuối cùng cũng dẫn đến một mức độ bão hòa. Khi đầu tư chậm lại, nền kinh tế cũng giảm tốc, góp phần tạo nên giai đoạn suy thoái trong một chu kỳ kinh tế.

Bong bóng gây hại nặng nề nhất là bong bóng chứng khoán và địa ốc tại Mỹ những năm 1920. Khi bong bóng này nổ tung, kết hợp với tình hình kinh tế và chính sách theo một cách tệ hại nhất, dẫn đến cuộc Đại suy thoái. Sau cuộc khủng hoảng phố Wall năm 1929, GDP của nước

Mỹ giảm 30%, còn tỷ lệ thất nghiệp tăng lên mức 25%. Vào đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng, đầu năm 1933, có những thời điểm người ta đã tưởng nền kinh tế Mỹ sắp sụp đổ hoàn toàn. Bong bóng chứng khoán những năm 1990 có rất nhiều nét tương đồng với những năm 1920 nói trên, đồng thời quyền sở hữu chứng khoán ngày nay lan rộng hơn nhiều trong dân cư, qua việc sở hữu trực tiếp và qua các quỹ hưu bổng. Tuy nhiên, bong bóng này không gây ra thảm họa, một phần vì chính sách tốt hơn, một phần vì bong bóng mới chỉ xảy ra ở lĩnh vực chứng khoán mà thôi, chưa lan sang bất động sản.

Trong chương kế, chúng ta sẽ cùng xem lại chi tiết về bong bóng của thập niên 1920 và những hệ lụy của nó. Đây chính là một ví dụ điển hình về quá trình hình thành, phát triển và nổ tung của một bong bóng. Tuy nhiên còn có một lý do khác nữa cho việc nghiên cứu kỹ càng trường hợp này. Một chuyên gia hàng đầu về những năm 1930 có lẽ là Ben Bernanke, Chủ tịch đương nhiệm của Cục Dự trữ Liên bang (Fed). Rất nhiều quyết định của Bernanke trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2008 thể hiện quyết tâm không lặp lại những sai lầm về chính sách từng xảy ra hồi thập niên 1930, bao gồm cả việc giảm nhanh lãi suất, cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng và khơi thông dòng chảy tín dụng. Đồng thời, sự suy thoái kinh tế theo sau sự sụp đổ của bong bóng nhà đất đã hé lộ; và người ta đã bắt đầu có những so sánh với giai đoạn những năm 1930!

---

[3] . Xem phân tích về mô hình của Minsky trong Kindleberger (sđd), trang 15-24. Tài liệu gốc của mô hình này là bài viết của Hyman P. Minsky " Đánh giá lại về ổn định tài chính: kinh tế học của sự khủng hoảng " (Financial stability revisited: The economics of disaster) in

trong tài liệu “ Đánh giá lại cơ chế chiết khấu của Cục dự trữ liên bang ” (Reappraisal of Federal Reserve Discount Mechanism) của Hội đồng thống đốc Cục dự trữ liên bang, Washington D.C, tháng 6/1972, tập 3, trang 95-136. Mô hình của Minsky thực ra là sự giải thích rõ hơn của các hình mẫu đã được một số kinh tế gia trình bày trước đó, như John Stuart Mill và Alfred Marshall trong thế kỷ XIX; Knut Wicksell và Irving Fisher trong đầu thế kỷ XX.

[4] . Đa số dữ liệu trong cuốn sách này có nguồn từ Thomson Datastream. Một nguồn khác cho các dữ liệu thị trường Mỹ là website www.spglobal.com/earnings.

[5] . Nguyên văn là “opinion formers”, chỉ những người có ảnh hưởng lớn lên tư duy của cộng đồng và xã hội nói chung (ND).

[6] . Thuật ngữ này được đặt ra bởi Hiệp hội những người môi giới cho thuê ở Anh (UK Association of Retail Letting Agents) vào giữa thập niên 1990, nhằm khuyến khích nhiều người đầu tư vào bất động sản để cho thuê.

[7] . Một số người bàn về bong bóng thị trường trái phiếu và tiền tệ. Tôi không cho điều này là hữu ích vì những lý do sau đây. Lợi tức trái phiếu có thể xuống thấp vào một số thời điểm, như khoảng giữa năm 2003, lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ chỉ còn 3,1%. Nhưng điều này chỉ phản ánh quan điểm rằng lạm phát sẽ biến mất và nhường chỗ cho giảm phát. Có thể quan điểm này là phi thực tế, và lợi suất trái phiếu đã tăng trở lại khi có những tín hiệu tốt về nền kinh tế Mỹ, nhưng đó là một quan điểm đáng tin cậy. Tôi thích dành khái niệm “bong bóng” cho những thị trường nơi giá cả trở nên cao quá mức so với thu nhập thực tế của chứng khoán, hay giá thuê nhà trong thị trường nhà đất.

Tiền tệ cũng có thể bị định giá quá cao so với quan hệ thương mại thực tế, và điều này có thể diễn ra trong thời gian dài nếu có nguồn tài trợ. Thông thường, những nước có bong bóng chứng khoán và địa ốc

cũng có đồng nội tệ được định giá quá cao, như Mỹ hồi cuối thập niên 1990 với đồng USD đạt mức 1EUR chỉ đổi được 0,82USD, hoặc gần đây là đồng bảng Anh trong một thời gian dài được định giá cao so với EUR, và vào năm 2004 đã vọt lên mức 1 bảng Anh đổi được 1,9USD. Việc đồng tiền được định giá quá cao thường phản ánh dòng tiền đổ vào nước đó, điều có liên hệ với những bong bong chứng khoán và địa ốc. Sẽ rất hiếm xảy ra trường hợp một đồng tiền tự nó hình thành bong bóng.

[8] . Cơ chế mortgage equity withdrawal chính thức gắn liền giá trị bất động sản với khả năng vay nợ: cụ thể hơn, mỗi hộ gia đình có quyền vay thêm tiền nếu giá trị ngôi nhà mà họ thế chấp tăng lên cao so với số tiền mà họ vay trước đó

[9] . Chẳng hạn, xem Hiệu ứng tài sản và Chính sách tiền tệ (Wealth effects and Monetary policy) của Ivo Arnold, Peter van Els và Jakob de Hann, tài liệu nghiên cứu 719, tháng 12/2002, Ngân hang Trung ương Hà Lan. Và So sánh hiệu ứng tài sản trên thị trường chứng khoán và địa ốc (Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market), Karl E.Case, John M.Quigley và Robert J.Shiller, Nghiên cứu 1335 thuộc Quỹ Cowles, tháng 10/2001.

[10] . Xem 1 nghiên cứu gần đây: Giá tài sản và chính sách tiền tệ: hiệu ứng tài sản tác động lên tiêu dùng (Asset prices and Monetary policy: Wealth effects on consumption), J.M. Barata và L.M.Pacheco, Trung tâm nghiên cứu tài chính – kinh tế, Lisbon, 2/2003. Cũng xem thêm Viễn cảnh kinh tế OECD (OECD Economic Outlook) số 75, 6/2004, trang 134.

[11] . Tài khoản 401k là một tài khoản thuộc quỹ tiết kiệm hưu trí do chính người lao động quản lý, có thể chuyển hình thức đầu tư qua lại giữa chứng khoán, quỹ hỗ tương, trái phiếu hay tiền mặt.

[12] . Arnold van Els và de Haan, sđd.

2. CUỘC ĐẠI SUY THOÁI

Những bong bóng lớn thường thường nảy sinh trong thời kỳ kinh tế phát triển nhanh chóng và chúng sẽ vỡ khi nền kinh tế giảm sút hoặc thậm chí rơi vào suy thoái. Nhưng nguyên nhân chính dẫn đến mối quan hệ nhân quả đó là gì? Mối quan hệ một chiều trên chưa hẳn lúc nào cũng đúng, thay vào đó, rõ ràng là cả hai yếu tố này có thể tác động qua lại với nhau. Sự phát triển kinh tế mạnh thường khiến giá nhà đất và chứng khoán tăng cao trong khi suy thoái kinh tế thường khiến các thị trường này sụt giảm. Nhưng chính giá nhà đất và chứng khoán tăng cao lại là nhân tố góp phần tạo nên những giai đoạn kinh tế bùng nổ đó; trong khi giá tài sản sụt giảm sẽ khiến mức chi tiêu bị thu hẹp.

Nếu giá nhà đất và chứng khoán thay đổi trước khi tình hình kinh tế thay đổi thì chúng ta không thể đơn giản khẳng định rằng chúng là nguyên nhân chính của mọi vấn đề. Một điều khá tự nhiên rằng các thị trường, đặc biệt là các thị trường chứng khoán, thường thay đổi theo những biến động của nền kinh tế, bởi vì mọi người sẽ mua chứng khoán khi họ thấy có khả năng kiếm được lợi nhuận cao hơn. Nhưng điều đó cũng khiến chúng ta liên tưởng đến mối quan hệ nhân quả theo một hướng khác. Có một khả năng là cả thay đổi giá tài sản và biến động kinh tế đều là hệ quả của một nhân tố thứ ba, mà cụ thể đó là chính sách tiền tệ. Ví dụ, thời kỳ lãi suất thấp sẽ khiến giá tài sản tăng cao bởi vì khi đó, mọi người sẽ có xu hướng rút tiền khỏi các khoản tiền gửi lợi nhuận thấp để thực hiện các đầu tư khác, và thường là không lâu sau, điều này cũng sẽ kích thích nền kinh tế biến đổi theo. Ngược lại, một chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ ảnh hưởng trước tiên tới giá tài sản và sau đó là nền kinh tế.

Tôi nghĩ rằng tất cả các mối quan hệ này đều đóng một vai trò nhất định nào đó. Giá tài sản vừa là nguyên nhân vừa là kết quả của những diễn biến kinh tế, và đồng thời cũng là kết quả của chính sách tiền tệ.

Tầm quan trọng tương đối của các mối quan hệ và kết quả quan trọng nhất của mối quan hệ nhân quả trên sẽ khác nhau vào các thời điểm khác nhau, tại các khu vực khác nhau. Và chính sách kinh tế, đặc biệt là chính sách tiền tệ, có thể tạo nên ảnh hưởng lớn.

Sau bong bóng những năm 1920 là một cuộc suy thoái nghiêm trọng nhất trong lịch sử, trong khi thời kỳ phục hồi kinh tế vào những năm 1990 chỉ gây nên tình trạng khủng hoảng rất nhẹ. Alan Greenspan, Chủ tịch Hội đồng thống đốc Cục Dự trữ Liên bang trong hơn 18 năm (1987-2006) đã đưa ra những quyết định hết sức thận trọng nhằm không làm xì hơi quả bong bóng vào cuối những năm 1990 (trái ngược hoàn toàn với người tiền nhiệm của ông). Sau đó, ông dồn mọi nỗ lực có thể để cung cấp các gói kích thích tiền tệ khi bong bóng thực sự bị nổ tung. Rõ ràng là ông đã học được biện pháp này từ những bài học của Nhật Bản vào những năm 1990. Greenspan rất chăm chỉ nghiền ngẫm lịch sử và tất nhiên là ông đủ trưởng thành và kinh nghiệm để tranh luận về các vấn đề này, ít nhất là từ những năm 1940, khi mà trong ký ức của mọi người, những cuộc tranh luận này vẫn còn chưa phai mờ. Chính vì thế, quyết định đi theo quan điểm trong bài phát biểu về "sự hồ hởi phi lý trí" nổi tiếng của ông năm 1996, khi ông chỉ trích các nhà đầu tư thị trường chứng khoán chắc chắn đã chịu tác động phần nào từ những điều ông đọc về tình hình những năm 1920 và 1930.

NHỮNG NĂM 1920 SÔI ĐỘNG

Câu chuyện bắt đầu với những năm 1920 sôi động [13], thời kỳ có rất nhiều điểm tương đồng với những năm 1990 [14]. Những năm 1920 đã tạo nên một thời kỳ bùng nổ kinh tế cùng với một bong bóng thị trường chứng khoán nhưng không có bất kỳ dấu hiệu nào về một cuộc lạm phát tổng thể. Và cũng giống những năm 1990, người ta rất hào hứng đón chào các công nghệ mới vào những năm 1920 và càng lúc càng cảm thấy an tâm khi một thập kỷ đã trôi qua và Hội đồng thống đốc Cục Dự trữ Liên bang (khi đó mới thành lập) có thể kiểm soát chu

kỳ kinh doanh và tránh được một cuộc khủng hoảng lớn. Một điểm khác biệt lớn mà sau này chúng ta sẽ phân tích sâu hơn là trong khi giá bất động sản, cả nhà ở và bất động sản thương mại đều tăng nhanh vào những năm 1920 thì giá bất động sản vào những năm 1990 chỉ tăng rất nhẹ, các nhà đầu tư chỉ tập trung vào chứng khoán và có thể vẫn còn thận trọng do sự sụt giá tài sản vào đầu những năm 1990.

Thế chiến I đột ngột chấm dứt vào năm 1918 đã gây nên một cuộc suy thoái nghiêm trọng trong giai đoạn 1919 - 1921 khi nền kinh tế đang từng bước điều chỉnh. Nhưng giai đoạn 1922 - 1929 lại là một thời kỳ tăng trưởng vô cùng nhanh chóng, tổng sản phẩm quốc dân GNP tăng trung bình 5,5% một năm. Tỷ lệ thất nghiệp giảm từ mức đỉnh điểm trong thời kỳ suy thoái sau chiến tranh là 11% xuống còn 3,5% vào những năm cuối thời kỳ 1920. Giá tiêu dùng tương đối ổn định mặc dù mức tăng GNP giữa các năm chênh lệch khá lớn với mức tăng mạnh vào năm 1922, 1923, 1926 và 1929 và tương đối chậm lại vào những năm ở giữa.

Nền kinh tế tăng trưởng mạnh nhờ những cơ hội đầu tư mới mà đa phần là bắt nguồn từ ba công nghệ mới: điện, điện thoại và ô tô. Mặc dù cả ba phát minh này đã ra đời từ cuối thế kỷ XIX nhưng đến những năm 1920 chúng mới được sử dụng rộng rãi và đóng vai trò quan trọng tới nền kinh tế. Các khoản đầu tư tăng mạnh do sản lượng tăng cao nhưng một nguyên nhân khác là khi các công nghệ này càng được sử dụng nhiều thì người ta càng cần đầu tư nhiều hơn. Sử dụng ô tô nhiều hơn sẽ cần các khoản đầu tư mới vào đường xá, dịch vụ, các trung tâm cung cấp và các cơ sở tinh chế dầu. Điều này cũng sẽ kích thích tăng trưởng một yếu tố tương đối mới vào thời kỳ đó – các vùng ngoại ô – khiến việc xây dựng nhà ở tăng cao hơn. So với giai đoạn cuối thế kỷ XX, chúng ta cũng có thể nhận ra những ảnh hưởng tương tự trong việc sử dụng máy tính (computer): mặc dù được phát minh vào những năm 1940 nhưng máy tính mới chỉ bắt đầu đóng vai trò lớn tới nền kinh tế từ những năm 1980 trở lại đây.

Đồng thời cũng có nhiều sôi động về một công nghệ mới, đó chính là radio, một thiết bị chỉ mới xuất hiện và thực sự không đóng vai trò kinh tế lớn cho tới tận những năm 1930. Tuy nhiên đó lại là một lĩnh vực mạnh trên thị trường chứng khoán với một thành viên nổi trội là hãng RCA (Radio Company of America), hãng này vừa là nhà sản xuất radio và vừa là hãng phát thanh hàng đầu. Giá chứng khoán của hãng vào năm 1921 chỉ là 12 đô la nhưng vào năm 1929 đã tăng lên tới 114 đô la, lợi nhuận của hãng tăng gấp 73 lần. Radio vào những năm 1920 cũng giống như Internet vào những năm 1990, đó là một lĩnh vực lớn trên thị trường chứng khoán thu hút nhiều khoản vốn đầu tư lớn nhưng không tạo được nhiều ảnh hưởng kinh tế mãi tới một vài năm sau đó. Hai công nghệ khác là máy bay và phim ảnh cũng tạo nên tiếng vang lớn. Chuyến bay một mình qua Đại Tây Dương của Charles Lindbergh vào năm 1927 đã khiến các hãng như Wright Aeronautical, Curtiss và Boeing Airplane ngày càng được quan tâm. Trong khi đó, Hollywood đang chuyển đổi từ thể loại phim câm sang phim có lời và lợi nhuận của họ đã tăng lên nhanh chóng trong khi các hãng sản xuất lớn hợp nhất lại với nhau.

Tỷ lệ thất nghiệp thấp, lương tăng, nhiều sản phẩm mới được sản xuất và lợi nhuận vượt cao hơn đã tạo nên cảm giác "vô cùng tốt". Thị trường chứng khoán tăng cao, ban đầu chỉ là sự tăng nhẹ nhưng đến năm 1926, thị trường bắt đầu leo thang. Giá cổ phiếu tăng gấp 2,2 lần từ tháng Ba năm 1926 tới tháng Mười năm 1929, chủ yếu do các nhân tố như lợi nhuận lớn, nền kinh tế rõ ràng ngày càng ổn định và lòng tin của mọi người vào tương lai. 70 năm sau, những diễn biến tương tự lại diễn ra. Chỉ số S&P 500 của Hoa Kỳ vào đầu những năm 1990 chỉ tăng nhẹ nhưng sau đó đã tăng gấp ba lần từ năm 1995 tới năm 2000.

Trong giai đoạn 1921- 1929, mức tăng trung bình hàng năm của thị trường lên tới 18%, so với mức tăng hàng năm của chỉ số S&P 500 là 15,5% mỗi năm từ 1990–2000. Các quỹ tín thác đầu tư (investment trust), vốn đã có uy tín lâu đời ở Anh, khi đó trở nên rất quan trọng tại

Hoa Kỳ. Hơn thế nữa, họ còn được cho phép sử dụng các đòn bẩy tài chính (leverage). Vào năm 1928, hơn 200 quỹ tín thác đầu tư mới được hình thành với tổng giá trị tài sản lên tới hơn một tỷ đô la. Chỉ mới ba năm trước đó, tổng số vốn của các quỹ tín thác đầu tư mới chỉ chưa đầy 0,5 triệu đô la. Giá đất và tài sản cũng tăng mạnh vào những năm 1920, các khoản thế chấp dư nợ tăng từ 11 tỷ đô la vào năm 1920 lên tới 27 tỷ đô la vào năm 1929. Cuối cùng, các khoản vay tiêu dùng tăng vọt vào những năm 1920 do phương thức "cho vay trả góp" (installment lending), nhờ phương thức này mà người Mỹ có thể mua chịu các tài sản như tủ lạnh và ô tô.

Giống như các bong bóng khác, thời kỳ đó mọi người không ngừng nói về một thời đại mới. Điều đó đã phần nào được phản ánh trong 8 năm nền kinh tế phát triển rộng mở và thịnh vượng. Tuy nhiên, các nhà quan sát vào thời đó cảm thấy lạc quan còn vì một số nhân tố mới khác. Thứ nhất là sự hình thành Hội đồng thống đốc Cục Dự trữ Liên bang vào năm 1913, mọi người đều tin rằng tổ chức này có khả năng là người cho vay cuối cùng (lender of last resort) của các ngân hàng, qua đó loại bỏ tâm lý bất ổn trên thị trường có thể khiến tình trạng suy thoái kinh tế càng thêm nghiêm trọng hơn như đã từng xảy ra trong quá khứ. Thứ hai là tự do mậu dịch được mở rộng hơn sau Thế chiến I và hầu hết mọi nơi trên thế giới đều đang được hưởng hòa bình. Chúng ta có thể thấy rằng điều này giống với sự kiện Bức tường Berlin sụp đổ từng góp phần kết thúc cuộc Chiến tranh lạnh vào năm 1989.

Và một nhân tố tích cực khác vào thời điểm đó chính là cách thức quản trị doanh nghiệp mới "có khoa học", cùng với sự xuất hiện của các công ty lớn và đặc biệt là dây chuyền sản xuất của Henry Ford. Mọi người đều cho rằng nhân tố này sẽ góp phần cân bằng những bất ổn hàng tồn kho, một yếu tố được cho là một trong những nguyên nhân chính gây ra biến động chu kỳ kinh doanh. Những năm 1990 sau này, người ta lại một lần nữa khẳng định rằng vòng quay hàng tồn kho đã được kiểm soát (bởi công nghệ máy tính); tuy nhiên xét về khía cạnh

này, cuộc suy thoái năm 2001 đã chứng kiến lượng hàng tồn kho gia công lớn nhất trong lịch sử.

Giống như thường lệ trong một bong bóng, phần lớn những lạc quan này đều có cơ sở rõ ràng. Ví dụ như những năm 1920 đã chứng kiến năng suất tăng vọt, tăng gần 50% giai đoạn từ năm 1919 tới 1927. Bên cạnh đó, việc hình thành Cục Dự trữ Liên bang đã góp phần làm giảm những ảnh hưởng từ các cuộc khủng hoảng ngân hàng. Ngân hàng Trung ương Anh có lịch sử phát triển lâu đời từ lâu đã học được cách tận dụng sức mạnh là "người cho vay cuối cùng" từ hơn nửa thế kỷ trước để ngăn chặn các cuộc khủng hoảng ngân hàng mang tính hệ thống có thể xảy ra, mặc dù rõ ràng là điều này không thể loại bỏ chu kỳ kinh doanh. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy, khi cuộc khủng hoảng xuất hiện vào đầu những năm 1930, Cục Dự trữ Liên bang đã không thể ngăn chặn được một cuộc khủng hoảng ngân hàng. Cuối cùng, các sản phẩm mới như ô tô, điện thoại, điện và radio thực sự đã trở thành nhu cầu thiết yếu trong cuộc sống vào thế kỷ XX. Và cũng cần để ý thấy rằng tất cả chúng đều là những "công nghệ mạng", như Internet sau này.

Trong suốt cuộc vận động bầu cử rất thành công của mình vào năm 1928, Herbert Hoover đã nói: "Giờ đây công cuộc xóa đói giảm nghèo của người Mỹ chúng ta đang tiến gần tới đích nhất so với bất kỳ giai đoạn nào trong lịch sử và bất kỳ quốc gia nào… Nhờ ơn Chúa, chúng ta sẽ sớm được chứng kiến ngày không còn tồn tại cảnh đói nghèo trên đất Mỹ." Hầu hết người Mỹ đều ủng hộ ông[15].

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀO NHỮNG NĂM 1920

Tăng trưởng kinh tế nhanh chóng nhờ có những khoản đầu tư lớn cùng với tỷ lệ thất nghiệp giảm dần và giá cổ phiếu tăng cao là những dấu hiệu phổ biến về một thời kỳ bủng nổ. Chỉ có một ngoại lệ là giá tiêu dùng không đồng thời tăng lên, một phần nguyên nhân là do chế độ Bản vị Vàng đã kìm hãm giá. Tuy nhiên, chính nhờ các khoản đầu tư

lớn giúp nâng cao khả năng sản xuất kết hợp với tăng trưởng năng suất nhanh chóng cũng góp phần kiềm chế lạm phát. Vào những năm 1990, sự tăng lên nhanh chóng các khoản đầu tư mới cũng có tác dụng tương tự. Lạm phát vào cuối thập kỷ có tăng nhưng chỉ tăng rất nhẹ và vẫn giữ ở mức dưới 2,5% hàng năm, tính theo chỉ số trượt giá tiêu dùng [16] (một chỉ số lạm phát mà Alan Greenspan rất tin cậy).

Chính vì thế, Cục Dự trữ Liên bang không mấy lo lắng về lạm phát vào những năm 1920 và mãi tới đầu năm 1928 chính sách tiền tệ mới được điều tiết thích hợp. Vào năm 1925, Cục Dự trữ Liên bang đã cắt giảm lãi suất nhằm hỗ trợ Ngân hàng Anh phục hồi lại chế độ Bản vị Vàng. Ở Anh, chính Winston Churchill (khi đó là Bộ trưởng Bộ Tài chính) là người đã đưa ra chính sách này nhằm tìm kiếm sự ổn định như thời gian trước năm 1914 và tránh nguy cơ siêu lạm phát, cái đã tàn phá nước Đức vào năm 1923 - 1924. Tuy nhiên, mặc dù lương và giá tăng cao hơn rất nhiều so với năm 1914 nhưng tỷ giá vàng trở về mức trước chiến tranh đã khiến Anh rơi vào tình trạng giảm phát. Ban đầu, chính Churchill đã lên tiếng hủy bỏ chính sách này và bị John Maynard Keynes chỉ trích kịch liệt, mặc dù chính sách này thực sự phản ánh những quy tắc chính thống phổ biến khi đó [17]. Kết quả tức thì là cuộc Tổng Đình công năm 1926, công nhân đã cố gắng phản đối cắt lương nhưng không thành công. Tuy nhiên về lâu dài, tăng trưởng kinh tế ở Anh giai đoạn 1925 - 1929 vô cùng mong manh và Anh hầu như bỏ lỡ Thời đại hoàng kim vào những năm 20.

Một phần do đồng bảng Anh bị định giá quá cao nên Anh rơi vào nguy cơ chảy vàng ra nước ngoài. Chính vì thế, vào năm 1925 một biện pháp cắt giảm lãi suất của Hoa Kỳ được đưa ra nhằm đối phó với tình hình này. Vào mùa hè năm 1927, lãi suất lại bị cắt giảm một lần nữa (cũng một phần do Pháp và Đức thúc giục) khiến lãi suất chiết khấu của Cục Dự trữ Liên bang giảm xuống mức thấp kỷ lục là 3,5%. Hoa Kỳ cũng đã trải qua giai đoạn tương tự vào cuối những năm 1990, khi

cuộc khủng hoảng châu Á vào năm 1997, cuộc khủng hoảng của Nga và tập đoàn Quản lý vốn dài hạn (LTCM) vào năm 1998 và sau đó là những lo ngại về sự cố Y2K vào năm 1999 đã giữ lãi suất ở mức thấp.

Quay trở lại năm 1928, mặc dù Cục Dự trữ Liên bang (Fed) vẫn không quan tâm tới lạm phát nhưng ngày càng lo lắng về những gia tăng trên thị trường chứng khoán. Fed bắt đầu tăng lãi suất vào đầu năm 1928 vì cho rằng thị trường chứng khoán đang mang tính đầu cơ quá mức và nền kinh tế có nguy cơ tăng trưởng quá nóng. Tuy nhiên, lãi suất chỉ được tăng từ từ thay vì đột ngột tăng, bởi vì Fed không muốn làm gián đoạn tiến trình mở rộng. Nhưng lãi suất Hoa Kỳ tăng cao hơn đã gần như ngay lập tức làm giảm sự chảy vàng Hoa Kỳ ra nước ngoài qua hệ thống Bản vị vàng, buộc các điều kiện tiền tệ ở các khu vực khác phải thắt chặt hơn. Kết quả là toàn thế giới phải chứng kiến tình trạng suy thoái kinh tế vào năm 1929.

Một điều gần như chắc chắn rằng việc thả nổi giá tài sản vào những năm 1920 đã làm gia tăng sự bùng nổ kinh tế do khuyến khích các khoản đầu tư vào kinh doanh và các khoản đi vay tiêu dùng. Bảng cân đối kế toán ngày càng mở rộng hơn trong khi các rủi ro dường như được thu hẹp lại và mọi người cân đối giữa các tài sản và các khoản vay mới. Các ngân hàng chịu nhiều rủi ro hơn và đặc biệt vào năm 1927 - 1929, thị trường chứng khoán trở thành tâm điểm chính để kiếm lợi nhuận. Các sàn giao dịch trên thị trường chứng khoán tăng nhanh, cũng giống như sự tăng trưởng của các nhà môi giới trực tuyến (online brokerages) vào những năm 1990.

CHÚNG TA ĐÃ CÓ THỂ LÀM GÌ?

Nếu có thể thì các quan chức đáng ra nên làm gì khi giá cổ phiếu tăng cao vào những năm 1920? Mọi người đều cho rằng điều tồi tệ nhất là làm xì quả bong bóng khi nó đang phồng to – dường như đã xảy ra trong trường hợp này. Đã có quá nhiều quyết định cho vay và đi vay được đưa ra do bị ảnh hưởng bởi giá cao vào thời điểm đó. Sẽ tốt hơn rất nhiều nếu làm xẹp quả bóng sớm hơn. Trong một nghiên cứu toàn

diện các chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ, Milton Friedman và Anna Schwartz cho rằng: “Một chính sách tiền tệ thắt chặt mạnh mẽ vào đầu năm 1928 có thể đã phá vỡ thời kỳ bùng nổ thị trường chứng khoán mà không cần phải để (thắt chặt) quá lâu và gây nên sự suy thoái kinh tế nghiêm trọng nói chung” [18] .

Có lẽ đây là những gì đã xảy ra vào năm 1987 khi chính sách tiền tệ thắt chặt hơn đã khiến thị trường chứng khoán rơi vào khủng hoảng trong tháng Mười năm đó. Mặc dù ba năm sau, vào năm 1990, Hoa Kỳ đã phải trải qua một cuộc suy thoái nhưng có thể nguyên nhân không phải do cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán, bởi vì khi đó thị trường đã phục hồi về mức cao hơn. Và cuộc khủng hoảng đó chỉ gây ảnh hưởng rất hạn chế bởi vì giá cả đã chỉ tăng vọt trong khoảng sáu đến tám tháng. Cuối năm 1987, thị trường gần như trở lại mốc bắt đầu và sau đó từng bước phát triển hơn nữa, mặc dù cũng có một số thời kỳ ngắn bị gián đoạn nhưng tới năm 1995 thị trường bắt đầu tăng tốc mạnh.

Vào những năm 1920, các thống đốc Cục Dự trữ Liên bang không thể thống nhất vấn đề liệu có tồn tại một bong bóng và liệu họ có nên đối đầu với nó hay không. Một cuộc tranh luận lớn về việc định giá thị trường và việc liệu có nên hành động hay không đã nổ ra tại Cục Dự trữ Liên bang vào năm 1927 – 1928, và những bất đồng này vẫn chưa được giải quyết thấu đáo mãi tới cuối năm 1928, khi thị trường tăng trưởng ngày càng mạnh mẽ hơn. Chúng ta không thể chắc chắn rằng lãi suất tăng cao hơn sẽ có thể phục hồi suy thoái kinh tế, nhưng có thể điều đó sẽ khiến tình hình không trở nên quá tồi tệ.

Một phương án khác có thể là cứ để thị trường chứng khoán phát triển vào những năm 1920. Do không có dấu hiệu lạm phát giá tiêu dùng, tại sao chúng ta phải lo lắng? Một số nhà phân tích cho rằng Cục Dự trữ Liên bang đã mắc sai lầm khi cố gắng làm xẹp quả bong bóng, lẽ ra họ nên cứ để nó y nguyên như vậy.

Tuy nhiên, tôi lại tin tưởng chắc chắn rằng bong bóng sẽ vẫn nổ tung mặc dù có lẽ sẽ muộn hơn một chút. Chúng ta không thể biết liệu kết quả sẽ tốt hơn hay xấu hơn so với những gì đã xảy ra trong lịch sử. Nhưng nếu thị trường thậm chí có tăng cao hơn nữa thì vẫn có nguy cơ nó sẽ sụt giảm sâu hơn, chính vì thế, ta hoàn toàn có thể hiểu được rằng suy thoái kinh tế thậm chí có thể còn tồi tệ hơn.

Một quan điểm khác cho rằng thị trường Hoa Kỳ không có bất kỳ bong bóng nào vào năm 1929, trái lại thị trường được định giá khá thích hợp. Quan điểm này được Irving Fisher, một nhà kinh tế lỗi lạc vào thời kỳ đó trình bày và đã rất có tiếng vang. Hai ngày sau cuộc khủng hoảng, trên tờ Thời báo New York vào ngày 22 tháng Mười năm 1929 có một tiêu đề viết rằng: "Fisher khẳng định giá các chứng khoán đang ở mức thấp." Fisher tiếp tục bảo vệ nhận định của ông trong những năm 1930. Những ai đồng ý với quan điểm này đều cho rằng, nếu Fed không mắc sai lầm trong việc tăng lãi suất và làm chậm tăng trưởng kinh tế thì đã không có khủng hoảng thị trường chứng khoán và cũng không có suy thoái kinh tế nghiêm trọng [19].

Việc đánh giá liệu các chứng khoán có được định giá thích hợp hay không phụ thuộc vào quan điểm của mỗi người về triển vọng kinh tế và lợi nhuận cũng như tính hợp lý của tỷ lệ giá/lợi nhuận (chỉ số P/E). Theo quan điểm thứ hai, mặc dù trước đợt khủng hoảng có những ước tính khác nhau về tỷ lệ P/E trên thị trường Hoa Kỳ nhưng một ước tính thích hợp có thể là P/E từ 20 đến 22. Một trong những khó khăn trong khi đánh giá là trong thời kỳ phục hồi kinh tế mạnh mẽ, lợi nhuận có thể sẽ bị thổi phồng quá mức xu hướng của chúng, nguyên nhân là do sức mạnh của các hoạt động kinh tế và đôi khi cũng do các hoạt động kế toán "lạc quan" hay thậm chí đáng ngờ. Chính vì thế, ước tính P/E từ 20 đến 22 thực tế có thể thấp hơn.

Vào cuối những năm 1990, tỷ lệ P/E tăng cao hơn rất nhiều, lên tới khoảng 30 vào năm 1990 - 2000. Tuy nhiên, so với các giai đoạn khác trong thế kỷ XX, tỷ lệ năm 1929 đã ở mức cao bất thường. Tỷ lệ trung

bình dài hạn của P/E thường vào khoảng 14 đến 15, với độ giao động từ 8 đến 20. Tỷ lệ này thường thấp khi xảy ra các khủng hoảng lớn hoặc chiến tranh, và cao khi nền kinh tế phục hồi mạnh. Chính vì thế, tỷ lệ vào năm 1929 đã phản ánh những dự đoán về hàng loạt các tin tức kinh tế tích cực và tăng trưởng lợi nhuận nhanh chóng. Tỷ lệ P/E vào năm 2000 (đỉnh điểm của bong bóng những năm 1990) thậm chí còn lớn hơn rất nhiều.

Liệu sự lạc quan về triển vọng kinh tế có trở thành thực tế vào năm 1929? Như đã trình bày trên đây, bởi vì lạm phát thấp nên nền kinh tế chưa phải chịu những đe dọa do lạm phát gây nên (vào thời kỳ đó các vấn đề lạm phát đã tự lộ rõ qua dòng chảy ra ngoài theo Bản vị Vàng và tự động làm chậm lại nền kinh tế.) Tuy nhiên, sự phục hồi kinh tế có thể sẽ chấm dứt do các lực lượng "thực" của nền kinh tế chứ không chỉ riêng các yếu tố tài chính (mà cụ thể là lãi suất). Không sớm thì muộn, thời kỳ phục hồi có thể sẽ chấm dứt do không còn thích hợp, nguyên nhân chính là do các khoản đầu tư quá mức. Theo quan điểm này, Cuộc khủng hoảng Phố Wall không phải là nguyên ngân gây ra suy thoái kinh tế mà cũng chỉ là nạn nhân.

Trong bối cảnh khủng hoảng vào năm 1927 - 1929, một số khoản đầu tư kinh doanh vào thời điểm đó có thể bị coi là sự lãng phí nguồn lực (hay nói đúng hơn là còn non kém), cũng giống như một số khoản đầu tư vào những năm 1990. Chính vì thế, tôi nghĩ chúng ta có thể lập luận rằng, nếu các quan chức tìm ra cách hạn chế các thị trường và tránh hiện tượng định giá cao quá mức vào những năm 1920 thì kết quả cho nền kinh tế và cho hầu hết các nhà đầu tư đáng ra đã tốt hơn.

Vậy chúng ta có thể kết luận như thế nào về mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ, khủng hoảng và thời kỳ suy thoái kinh tế? Đầu tiên, thời kỳ tăng trưởng kinh tế nhanh chóng vào cuối những năm 1920 cũng như sự bùng nổ thị trường chứng khoán có thể bắt nguồn từ chính sách tiền tệ quá dễ dàng từ năm 1925 trở đi; đó chính là lãi suất quá thấp. Thứ hai, chính sách từng bước tăng lãi suất từ đầu năm 1928 trở đi đã dẫn

đến sự suy thoái của nền kinh tế Hoa Kỳ và đến năm 1929 thì suy thoái đã thể hiện rõ ràng nhất. Thứ ba, mặc dù chúng ta có thể đổ lỗi cho Fed vì các chính sách quá dễ dãi trong giai đoạn 1925 – 1927 thì chúng ta cũng không thể khẳng định chắc chắn liệu có thể có những biện pháp tốt hơn vào giai đoạn 1928 – 1929 hay không. Lãi suất tăng mạnh hơn có thể đã kiểm soát thị trường mà không làm ảnh hưởng nền kinh tế, nhưng nhận định này cũng không chắc chắn. Tăng lãi suất chậm hơn có thể đã gây nên nguy cơ giá chứng khoán tăng thậm chí cao hơn vào giai đoạn 1929 - 1930 hay thậm chí cả sau đó. Cuối cùng, khi xem xét tới giai đoạn tới, chúng ta không nên cho rằng chính sách tiền tệ của Fed vào những năm 1920 đã gây ra suy thoái. Về điểm này, các nhà nghiên cứu nói chung đều thống nhất rằng các chính sách tiền tệ giai đoạn 1931 - 1932 đã mắc phải nhiều lỗi lớn.

CÁC BIỆN PHÁP THAY THẾ CHO CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Có những biện pháp nào có thể thay thế cho chính sách tiền tệ nhằm ngăn chặn bong bóng vào những năm 1920? Các chính phủ và các ngân hàng trung ương có thể sử dụng các cách khác để kiểm soát thị trường, kể cả việc đưa ra những cảnh báo công khai hay hạn chế cho vay. Trên thực tế, Fed đã nỗ lực nhằm hạn chế cho vay đầu tư chứng khoán (margin lending), một trong những nguồn lực chính của thị trường. Ví dụ như vào năm 1929, Fed đã cảnh báo các ngân hàng thành viên rằng các khoản cho vay với người vay là các nhà môi giới chứng khoán không được xem là các sử dụng nguồn vốn thích hợp cho ngân hàng. Tuy nhiên, theo Chancellor thì: "một lý do khiến không thể theo dõi được các khoản cho vay đầu tư chứng khoán là bởi vì ngày càng có nhiều tập đoàn của Hoa Kỳ và các ngân hàng nước ngoài cung cấp các khoản cho vay này, mà họ thì không hề gắn kết với Cục Dự trữ Liên bang. [20]"

Về nguyên tắc, bây giờ chúng ta có thể kiểm soát các khoản cho vay đầu tư chứng khoán tốt hơn bởi vì vào năm 1934, trước tình trạng Khủng hoảng năm 1929, chính phủ Hoa Kỳ đã thành lập một Ủy ban Chứng khoán (SEC) để điều tiết các khoản môi giới. Các tổ chức tương

tự cũng tồn tại ở các nước khác, ví dụ như Cơ quan Dịch vụ Tài chính (FSA) tại Anh, chính vì thế cho vay đầu tư chứng khoán đã được kiểm soát chặt chẽ hơn so với hồi 1929. Tuy nhiên, trong một thị trường giá lên mạnh mẽ, những người mua chứng khoán có tiềm năng vẫn có thể mượn tiền để mua chứng khoán. Các quỹ đầu tư phòng hộ thường sử dụng đòn bẩy tài chính cao, trong khi các quỹ tín thác đầu tư cũng có thể làm như vậy, như scandal về Quỹ Split Capital ở Anh vào cuối những năm 1990. Nhưng vào những năm 1990, các nhà đầu tư thông thường có thể mượn tiền khá dễ dàng, đặc biệt nếu họ dùng nhà làm vật đảm bảo. Trên thực tế, vào những năm 1990, không nhiều người muốn tăng thế chấp để mua một danh mục chứng khoán (mặc dù có một số người muốn như vậy). Tuy nhiên rất nhiều người đã tăng thế chấp của mình, hay các khoản cho vay khác, vẻ ngoài là để mua các hàng tiêu dùng lâu bền nhưng thực chất họ đã mua đồng thời chứng khoán hay đầu tư vào các quỹ tương hỗ. Mặc dù hai quyết định có thể không liên kết trực tiếp nhưng việc mua chứng khoán có thể sẽ không diễn ra nếu lượng tiền mặt được phép mượn không tăng lên. Sự gia tăng các loại chứng khoán phái sinh, như quyền chọn và chứng quyền cũng khiến việc mua chứng khoán giờ đây trở nên dễ dàng hơn.

CUỘC SUY THOÁI NHỮNG NĂM 1930

Vào cuối năm 1929, ban đầu Fed khá hài lòng vì bong bóng chứng khoán thị trường nhà đất đã vỡ, tuy nhiên khi nhận thấy nền kinh tế trở nên yếu kém, Fed đã cắt lãi suất chiết khấu mạnh vì thế mà chỉ trong một năm, lãi suất chiết khấu giảm từ 6% xuống còn 2,5%. Đồng thời chính sách tài khóa cũng đóng vai trò hỗ trợ khi chính phủ cho phép thâm hụt ngân sách sâu hơn nữa. Bên cạnh đó, chính phủ còn khuyến khích thực hiện các thỏa thuận giữ nguyên mức lương nhằm ngăn chặn khả năng lương và sức tiêu dùng giảm mạnh.

Chính sách này rất kịp thời và khôn ngoan và thường được mọi người đánh giá là một biện pháp thích hợp để kiểm soát suy thoái kinh tế xuống mức độ vừa phải. Chính sách tiền tệ và tài khóa vào năm 2001

có nhiều điểm rất tương đồng, lãi suất liên ngân hàng [21] giảm từ 6,5% xuống còn 1,75% và một biện pháp kích thích tài khóa lớn đã được Chính quyền mới của Tổng thống Bush thực hiện. Các thỏa thuận giữ nguyên mức lương (wage maintenance agreement) không còn phổ biến nhưng trong bất kỳ trường hợp nào, lương chưa khi nào dễ có nguy cơ giảm xuống như vào những năm 1930.

Khoảng hơn một năm sau sự sụt giảm, vào cuối năm 1930 và đầu năm 1931, một số nhà quan sát nghĩ rằng thời kỳ tồi tệ nhất của nền kinh tế đã qua. Tháng Mười Hai năm 1930, doanh số bán hàng ở các cửa hàng bách hóa gần như đã ngang bằng với mức của tháng Một và tiếp tục tăng vào đầu năm 1931. Tỷ lệ thất nghiệp tăng mạnh nhưng chỉ cao hơn 1 điểm phần trăm so với mức kỷ lục vào thời kỳ suy sụp kinh tế năm 1922 (tỷ lệ thất nghiệp thời kỳ này rất cao nhưng không phải là một đợt suy thoái). Thị trường chứng khoán cuối năm 1930 dừng lại ở mức bằng một nửa so với mức đỉnh điểm vào tháng Mười năm 1929, bằng với mức cuối năm 1927.

Tuy nhiên, giữa năm 1931đã xảy ra một một sự sụt giảm kinh tế mới khiến nền kinh tế rơi xuống mức đáy vào năm 1932 - 1933. Cũng trong giai đoạn đó, một lần nữa thị trường chứng khoán lại bị giảm phân nửa. Sự sụt giảm này là do các vấn đề quốc tế, mà khởi đầu là cuộc khủng hoảng đồng bảng Anh vào tháng Tư năm 1931. Vào tháng Chín năm 1931, trước tình hình nền kinh tế yếu kém và tỷ lệ thất nghiệp tăng cao, Anh đã bỏ qua Bản vị Vàng và vì thế vàng bắt đầu chảy ra khỏi Hoa Kỳ. Như thường lệ, dưới chế độ Bản vị Vàng, Cục Dự trữ Liên bang phản ứng bằng việc đảo ngược chính sách tiền tệ đang dễ dãi của mình và thắt chặt tín dụng. Hành động này đã gây ra nhiều sự sụt giảm mới trên thị trường chứng khoán, thanh khoản trở nên khan hiếm và dẫn tới hàng loạt các vụ phá sản ngân hàng. Năm 2002 - 2003 thì hoàn toàn ngược lại, lãi suất Hoa Kỳ bị giảm thêm một chút xuống còn 1%.

Thời điểm tồi tệ nhất trong cuộc Suy thoái diễn ra vào tháng Ba năm 1933 khi làn sóng các ngân hàng phá sản đã dẫn tới sự bất ổn chung,

đồng thời khiến các ngân hàng đồng loạt phải đóng cửa tạm thời. Chỉ số Dow Jones thực tế đã chạm đáy trước đó và vào ngày 8 tháng Bảy năm 1932 đóng cửa ở 41,88 điểm, giảm 90% so với thời kỳ đỉnh điểm. Còn chứng khoán của công ty radio RCA thì giảm xuống chỉ còn 3 đô la so với mức 114 đô la vào năm 1929. Nền kinh tế cũng đang trong thời kỳ khủng hoảng. GDP sụt giảm tới 30% và rơi xuống mức thấp vào tháng Ba năm 1933 khi sản lượng công nghiệp giảm tới gần 45%. Các khoản đầu tư cố định giảm mạnh, chưa bằng 1/5 mức năm 1929 và khiến tổng mức chi tiêu giảm chỉ còn một nửa. Tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 3,2% vào năm 1929 xuống còn 25,2% vào năm 1933. Mức chi tiêu tiêu dùng tăng dần trở lại mức năm 1930 khi tỷ lệ tiết kiệm tăng cao hơn và sau đó tiếp tục giảm vào năm 1931 – 1933 do các khoản thu nhập giảm xuống.

Các nước khác trên thế giới cũng chịu ảnh hưởng của thời kỳ suy giảm kinh tế mạnh, mặc dù tình hình tại đa phần các nước này không nghiêm trọng như tại Hoa Kỳ. Đức là một trong những nước bị ảnh hưởng tồi tệ nhất, GDP giảm tới 20%, mở đường cho sự xuất hiện của Hitler, trong khi GDP của Pháp giảm tới 16%. Anh không bị ảnh hưởng tới mức nghiêm trọng như thế, GDP chỉ giảm 6%, tuy nhiên tỷ lệ thất nghiệp vốn đã cao khoảng 10% vào năm 1920 khi đó đã tăng tới mức 20%. Sự suy giảm kinh tế này đã lan rộng tới tất cả các khu vực trên thế giới trước tiên là do những ảnh hưởng của Bản vị Vàng và sau đó mức độ này ngày càng tăng do suy giảm thương mại, chủ nghĩa bảo hộ nền công nghiệp trong nước và lòng tin kinh doanh thấp.

Vào năm 1993, Hoa Kỳ bắt đầu đạt được sự phục hồi kinh tế nhanh chóng, GDP tăng trưởng trung bình 9% một năm trong giai đoạn 1933 - 1937. Tuy nhiên, sản lượng năm 1937 chỉ phục hồi về mức năm 1929 và nền kinh tế phải trải qua một đợt suy giảm mới vào năm 1937 - 1938, nhưng với mức độ nhỏ hơn. Sau năm 1933, các nước khác cũng dần phục hồi lại, nhưng giống như Hoa Kỳ, họ phải mất một thời gian để đạt đến mức đỉnh điểm trước đó và tỷ lệ thất nghiệp vẫn còn khá cao

trong một vài năm. Một số nhà bình luận tin rằng chỉ có Thế chiến II và hiện đại hóa vũ khí, những hoạt động đòi hỏi các nguồn đầu tư khổng lồ mới mới có thể giúp thế giới thoát khỏi tình trạng Suy thoái.

CÁC GIẢI THÍCH CHO CUỘC ĐẠI SUY THOÁI

Như chúng ta đã thấy, có một mối liên hệ mật thiết giữa chính sách tiền tệ, giá tài sản, những thay đổi về cơ cấu và chu kỳ kinh doanh. Nhưng trong kho tàng kiến thức đồ sộ về Suy thoái, nói chung có ba giải thích như sau.

CÁC GIẢI THÍCH LIÊN QUAN TỚI CHU KỲ KINH DOANH

Các giải thích này tập trung vào các lý do gây nên sự sụt giảm liên tục các khoản đầu tư và chi tiêu tiêu dùng. Theo quan điểm này, người ta đã "đầu tư quá mức" vào những năm 1920 và đến những năm 1930, một điều hiển nhiên là các khoản đầu tư sẽ bị hạn chế khi chu kỳ kinh doanh đi xuống. Các giải thích này có một số điểm khác nhau giữa một bên nhấn mạnh tới các sai lầm chính sách, các cú sốc và một bên tập trung vào chu kỳ tự nhiên của đầu tư. Một số cú sốc đã được ghi chép lại. Xuất khẩu bị ảnh hưởng do suy thoái kinh tế trên toàn thế giới từ năm 1930. Giá nông nghiệp tại Hoa Kỳ giảm mạnh, dẫn tới giảm thu nhập và vì thế giảm mức chi tiêu của những người làm nông, mặc dù dĩ nhiên là thu nhập của những người dân thành thị sẽ được cải thiện. Và quan điểm này đã lý giải phần nào tới những ảnh hưởng về lòng tin và tài sản mà sự sụp đổ ngân hàng và các thị trường chứng khoán gây ra. Các sai lầm chính sách bao gồm các hành động bảo hộ nền công nghiệp trong nước và sự thắt chặt chính sách tiền tệ vào cuối năm 1931 khi Anh rút khỏi chế độ Bản vị Vàng. Một chính sách rất không mấy hiệu quả thường được nhắc tới là dự luật thuế Smoot–Hawley vào năm 1930. Đây là một biện pháp bảo vệ nền công nghiệp trong nước nhanh chóng vấp phải sự phản đối của các nước khác và là một trong những nhân tố gây ra cuộc khủng hoảng đồng bảng Anh, qua đó, khiến Hoa Kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ của họ.

Những giải thích mang tính chu kỳ này nhấn mạnh tới sự biến động

của các khoản đầu tư kinh doanh. Các khoản đầu tư cao vào những năm 1920 giúp tạo công ăn việc làm và nâng cao thu nhập cũng như chi tiêu nói chung, và ngay lập tức, điều đó giúp tiêu thụ các sản phẩm mới được sản xuất. Tuy nhiên xét theo một số phương diện khác, khi năng lực sản xuất mới ngày càng tỏ rõ tính hiệu quả thì nhu cầu đầu tư mới sẽ giảm dần. Khi các khoản chi vào đầu tư chậm lại thì việc làm và thu nhập sẽ giảm, kéo theo sự sụt giảm tích tụ cả về thu nhập và chi tiêu. Trong giai đoạn 2000-2002, chi tiêu vào đầu tư kinh doanh cũng giảm mạnh và những người có quan điểm bi quan về triển vọng phục hồi kinh tế cho rằng chúng sẽ vẫn tiếp tục ở mức thấp. Tuy nhiên, các khoản đầu tư trong giai đoạn 2003 - 2004 đã phục hồi mạnh và tiếp tục tăng vọt tới năm 2007.

CÁC GIẢI THÍCH LIÊN QUAN TỚI TIỀN TỆ

Chính sách tiền tệ cũng đã phản ứng thích hợp với giai đoạn sụt giảm vào cuối năm 1929 - 1930, tuy nhiên sau đó nó lại trở nên quá hạn chế vào cuối năm 1931- 1932. Có một số yếu tố khác nhau trong các giải thích này, một số người đề cập tới vàng và một số đề cập tới việc tích trữ tiền mặt. Trên thực tế, lập luận quan trọng nhất (theo Friedman và Schwartz) là GDP sụt giảm do sự sụt giảm nguồn cung tiền danh nghĩa, đây là một vấn đề mà Fed đã không thể đương đầu bằng chính sách mở rộng.

Những người theo quan điểm trái ngược lại lập luận rằng sự sụt giảm nguồn cung tiền tệ là một kết quả (chứ không phải là nguyên nhân) của các hoạt động kinh tế bị sụt giảm. Họ đồng ý rằng lẽ ra Fed nên nỗ lực hơn để bù đắp lượng sụt giảm đó, đặc biệt là khi chính sách tiền tệ rõ ràng rất hạn chế trong giai đoạn 1931 - 1932, nhưng họ cũng nghi ngờ liệu Fed có khả năng kiểm soát nguồn cung tiền tệ hay không. Tăng trưởng tiền tệ trong giai đoạn 2002 - 2003 tiếp tục dao động vào khoảng 6 đến 10% một năm, có phần mạnh hơn hầu hết các giai đoạn những năm 1990.

CÁC GIẢI THÍCH TÀI CHÍNH

Cách giải thích này tập trung vào những ảnh hưởng do phá sản ngân hàng gây ra và là cách giải thích được Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Bernanke tin dùng trong các nghiên cứu học thuật của ông trước khi tham gia vào Cục Dự trữ Liên bang. Về tổng thể, khoảng 40% các ngân hàng tồn tại vào năm 1929 đã biến mất vào bốn năm sau, hầu hết là do bị đóng cửa (mặc dù một số đã phục hồi lại sau đó) và hợp nhất. Các ngân hàng bị ngừng hoạt động chiếm khoảng 15% tổng số tiền gửi trong hệ thống và tổng số tiền gửi bị thua lỗ lên tới 2% GDP (như vậy toàn bộ vào khoảng 0,5% GDP mỗi năm). Theo quan điểm này, hệ thống ngân hàng suy yếu sẽ không thể hoặc không sẵn sàng cho vay, thậm chí cả với những người vay đáng tin cậy, chính vì thế, tín dụng giảm và các cơ hội đầu tư mới không được thực hiện. Lý giải cho việc tại sao các ngân hàng không sẵn sàng cho vay là bởi vì các ngân hàng đột nhiên nhìn nhận thế giới một cách thận trọng hơn, do họ đã chứng kiến hàng loạt các khoản thua lỗ và phá sản trước mắt. Trong bối cảnh giá các tài sản liên tục sụt giảm và nền kinh tế đang bất ổn lớn, đơn giản là họ không còn tin vào khả năng đánh giá của chính mình về tính khả thi của một công việc kinh doanh hay một dự án, và chính vì thế, họ chọn biện pháp an toàn là trên hết. Trong giai đoạn 2000 – 2004, các ngân hàng rất vững mạnh, có rất ít các vấn đề về thua lỗ phải báo cáo. Lợi nhuận tăng vọt do khoảng cách giữa lãi suất ngắn hạn thấp và lãi suất dài hạn cao hơn, cũng như sự xuất hiện của tài chính nhà đất. Tuy nhiên, mọi chuyện sẽ khác trong thời kỳ dư chấn sau khi bùng nổ bong bóng nhà ở hiện nay. Những hiểu biết của Bernanke về cuộc khủng hoảng năm 1930 đã củng cố thêm quyết định của ông khi không để lĩnh vực tài chính bùng nổ vào thời gian này.

Tám mươi năm sau ngày diễn ra sự kiện đó, các học giả vẫn không thể thống nhất cách giải thích nào trong ba cách giải thích trên sẽ miêu tả rõ ràng nhất những nguyên nhân của cuộc Suy thoái. Các tranh luận đóng vai trò vô cùng quan trọng bởi vì chúng có ý nghĩa rất lớn cho việc thực hiện chính sách cho các quốc gia trong một thế giới lạm phát thấp

hoặc bằng 0. Nhìn chung, mọi người đều đồng ý rằng các chính phủ và các ngân hàng trung ương có thể tránh được một nguyên nhân quan trọng, đó chính là sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng. Và họ nên cố gắng tránh nguyên nhân thứ hai là tăng trưởng tiền tệ yếu, mặc dù làm cách nào và liệu cách làm đó có khả thi hay không thì vẫn là đề tài tranh luận lớn, đặc biệt là ở trường hợp của Nhật Bản mà chúng ta sẽ xem xét sau này. Các chính phủ cũng có thể tránh chế độ bảo hộ công nghiệp trong nước. Tuy nhiên theo quan điểm của tôi, tất cả ba cách tiếp cận này đều chưa đánh giá đúng mức tầm quan trọng của bong bóng giá tài sản và những ảnh hưởng mà nó có thể xảy ra.

VAI TRÒ CỦA GIÁ TÀI SẢN

Chúng ta hãy cùng dừng lại và xem xét câu chuyện trên khía cạnh các diễn biến của giá tài sản. Đầu tiên, thị trường phát triển vào những năm 1920 đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự bùng nổ kinh tế. Mức đầu tư cao, tăng trưởng tiêu dùng mạnh và tâm lý phấn khởi vào giai đoạn đó rõ ràng có quan hệ mật thiết với bong bóng trên thị trường chứng khoán, cũng như những gì chúng ta đã thấy vào những năm 1990. Chính vì thế nếu bong bóng thị trường chứng khoán bị làm xẹp sớm hơn thì nó sẽ không chỉ giảm được các khoản thua lỗ mà chúng ta phải chịu sau này mà còn giảm được các khoản lợi nhuận và vì thế sẽ hạn chế được sự bùng nổ kinh tế.

Cuộc Khủng hoảng năm 1929 đã phá tan bầu không khí hứng khởi của những năm 1920 sôi động, tuy nhiên đó không phải là nguyên nhân gây ra cuộc Suy thoái. Đầu năm 1930, chỉ số Dow Jones phục hồi về mức gần 300, gần đạt tới mức cuối năm 1928 và đầu 1929. Nhưng bắt đầu vào tháng 5/1930 chỉ số lại bắt đầu giảm và vào cuối năm 1930 thì chỉ còn bằng một nửa so với mức năm 1929 (trước khi Fed mắc phải sai lầm là thắt chặt tín dụng một lần nữa); vào năm 1931 - 1932, chỉ số này vẫn tiếp tiếp tục giảm, khi giảm thấp nhất, chỉ số này đã giảm 90% so với mức cao vào năm 1929. Vào thời điểm này, tâm lý lo ngại bong bóng bùng nổ có thể đã đóng một vai trò quan trọng, các cổ đông đồng

loạt quay lưng với chứng khoán sau khi đã thất vọng quá nhiều.

Tất nhiên sự so sánh giữa đỉnh điểm và đáy sâu có thể phóng đại những ảnh hưởng của sự sụt giảm thị trường. Trên lý thuyết, không nhiều người thực sự mua vào khi mức giá đang ở đỉnh điểm hoặc coi đó là yếu tố đo lường mức độ giàu có thực sự của họ, trong khi đó, thời kỳ giá chạm đáy chỉ kéo dài trong một thời gian ngắn. Nhưng trong khoảng ba năm, từ 1928 tới cuối năm 1930, chỉ số Dow Jones đã đạt mức 200 điểm hoặc hơn (và đạt đến mức cao nhất hơn 350 điểm). Từ cuối năm 1931 trở đi, khi Suy thoái thực sự nghiêm trọng thì chỉ số này giảm xuống chỉ còn 100 điểm (chỉ còn một nửa) và duy trì ở mức đó tới tận năm 1935. Chính vì thế, hầu hết các nhà đầu tư đều cảm thấy mình đã bị lỗ hơn nửa giá trị thị trường chứng khoán của họ, trong khi một số khác lỗ thậm chí nặng nề hơn, đặc biệt là những người mua cổ phiếu bằng tiền vay.

Không có nhiều tài liệu ghi chép về giá tài sản trong giai đoạn này, tuy nhiên chúng đều giảm mạnh. Trong thời kỳ này, giá nhà ước tính giảm 30% và giá các tài sản thương mại cũng giảm theo. Giá trị các nông trang nhỏ sụt mạnh, chính điều đó đã dậy lên hiện tượng di cư ồ ạt như được miêu tả rõ ràng trong cuốn tiểu thuyết Chùm nho Phẫn nộ (The Grapes of Wrath) của John Steinbeck. Mặc dù phần trăm sụt giảm của giá các tài sản không lớn như giá chứng khoán nhưng những ảnh hưởng của chúng vô cùng lớn, thậm chí lớn hơn do chúng ảnh hưởng tới các khoản lỗ thế chấp và các ngân hàng.

Nói tóm lại, trong khi một điều không thể phủ nhận là cuộc Khủng hoảng 1929 không gây ra Suy thoái, nhưng những sụt giảm lớn sau đó cả về chứng khoán và tài sản, cùng với các ảnh hưởng liên quan tới ngân hàng do vỡ nợ cho vay thế chấp rõ ràng là một yếu tố quan trọng dẫn đến Suy thoái. Và những sụt giảm này có thể đã nhẹ hơn rất nhiều nếu thị trường không phát triển mạnh mẽ đến vậy vào cuối những năm 1920. Tôi không phủ nhận rằng lý do duy nhất và quan trọng nhất dẫn đến cuộc Suy thoái là việc thắt chặt chính sách tiền tệ không hiệu quả

vào năm 1931 do những ảnh hưởng của Bản vị Vàng. Nhưng tôi nghĩ việc thắt chặt chính sách trở nên tồi tệ như thế cũng là do tình hình chu kỳ kinh doanh cùng với giá các tài sản thời đó. Một bong bóng sẽ khiến nền kinh tế dễ bị ảnh hưởng bởi các cú sốc hoặc các sai lầm chính sách hơn. Trong chương tiếp, chúng ta sẽ cùng bàn về bong bóng lớn thứ hai của thế kỷ XX, đó là Nhật Bản vào những năm 1980. Trong khi Nhật Bản tránh được một cuộc Suy thoái trên diện rộng sau khi bong bóng nổ tung thì tăng trưởng kinh tế của nước này lại bị trì trệ tới tận năm 2003 - 2004. Hơn nữa, có một sự trái ngược hoàn toàn giữa một Nhật Bản tự tin, sẵn sàng đối đầu với cả thế giới và luôn được các nhà sản xuất toàn cầu kính phục và nể sợ vào những năm 1980 với một Nhật Bản trì trệ và lực bất tòng tâm vào những năm 1990. Nếu vào năm 1990, ta đầu tư 1.000 đô la vào thị trường Hoa Kỳ thì ngày này khoản đầu tư ấy sẽ tăng lên tới 4.000 đô la (với chỉ số S&P ở mức 1.000), nhưng nếu ta đầu tư một khoản tương tự vào thị trường Nhật Bản thì ta sẽ chỉ thu lại chưa được 400 đô la.

Câu chuyện của Nhật Bản cũng rất thú vị bởi vì nó có nhiều điểm tương đồng với câu chuyện của Hoa Kỳ ngày nay. Bong bóng bất động sản của Nhật Bản nổ tung đã gây ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng và cuối cùng nước này phải kêu gọi sự cứu trợ của hệ thống ngân hàng. Nhưng chính phủ Nhật Bản quá chậm chạp trong việc nhìn nhận ra vấn đề. Cuộc khủng hoảng đã tồn tại trong gần một thập kỷ trước khi chính phủ đưa ra những hành động thích hợp vào năm 1998 – 1999. Cuộc khủng hoảng tại Hoa Kỳ hiện tại cũng gây ra áp lực lớn tới hệ thống ngân hàng nhưng lần này, các áp lực thị trường và các quy tắc kế toán đã buộc chính phủ phải can thiệp vào hệ thống này nhanh chóng hơn. Một điểm tương đồng khác là trong suốt thời kỳ đó, Ngân hàng Trung ương Nhật không ngừng lo lắng rằng họ có thể sẽ là nhân tố kích thích và gây ra mầm mống lạm phát cho tương lai. Chính tâm lý này đã khiến họ không đưa ra được hành động kịp thời và cuối cùng kết quả là tình trạng giảm phát. Cục Dự trữ Liên bang cũng có cùng mối lo lắng trong

18 tháng qua, đặc biệt là khi giá hàng hóa tăng vọt. Lo sợ lạm phát tăng cao hơn đã gây nên một cuộc tranh luận quyết liệt, cả giữa các thành viên của Fed và các thành viên bên ngoài. Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Ben Bernanke có xu hướng ủng hộ hành động trong cuộc tranh luận này, ông muốn nhanh chóng cắt giảm lãi suất, một phần là do ông đã nhận thấy căn nguyên dẫn đến những sai lầm của Nhật Bản.

---

[13]. Nguyên văn là "the roaring 20s"

[14]. Tôi sử dụng nhiều nguồn tư liệu để bàn về giai đoạn 1920-1930 này. Trong đó có Ai cũng phải tự lo cho mình (Devil take the hindmost) của Edward Chancellor (Plume, 2000), một cuốn sách viết kỹ và sinh động. Một nguồn đáng đọc nữa là cuộc phỏng vấn Sự lên xuống của CNTB: Ben Bernanke nói về Đại suy thoái và Đại lạm phát (The ups and downs of capitalism: Ben Bernanke of Great Depression and Great Inflation) với lời giới thiệu của Brian Snowdon, tạp chí World Economics Vol.3 No.2, tháng 4-6/2002, trang 125-170. Một phương pháp chi tiết, mang tính thống kê cao được tìm thấy trong Các cuộc suy thoái lớn: nước Anh và thế giới 1920-1995 (Major recessions: Britain and the world 1920-1995), tác giả Christopher Dow, NXB Đại học Oxford, 1998. Một nguồn nữa là cuốn Phải chăng các yếu tố tiền tệ gây ra Đại Suy thoái? (Did monetary forces cause the Great depression?) của Peter Temon, Norton, 1976.

[15]. Jim Potter, Nền kinh tế Mỹ giữa các cuộc Thế chiến (The American economy between the world wars), Macmillan, 1974, trang 91.

[16]. Consumer expenditure deflator

[17]. J.M. Keynes, Những hậu quả kinh tế của ông Churchill (The economic consequences of Mr. Churchill), trích trong Essays in Persuasion, 1931.

[18]. Milton Friedman và Anna Schwartz, Lịch sử tiền tệ Mỹ 1857-1960 (A monetary history of the United States 1857-1960), NXB Đại học Princeton, 1963.

[19]. Ellen R. McGrattan và Edward C. Prescott, Thị trường chứng khoán 1929: Irving Fisher đã đúng (The 1929 stock market: Irving Fisher was right), Ngân hàng dự trữ Minneapolis, Nghiên cứu số 294, 2003.

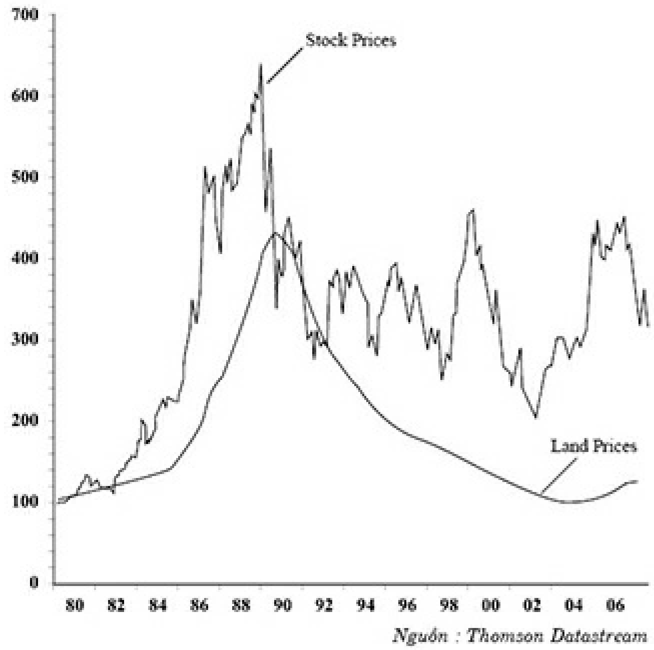
[20]. Chancellor, sđd, trang 199.

[21]. Fed funds rate: lãi suất qua đêm mà các ngân hàng cho nhau vay để đảm bảo yêu cầu dự trữ bắt buộc của Fed.

3. NHẬT BẢN VÀ BÓNG MA GIẢM PHÁT

Sau giai đoạn khủng hoảng nghiêm trọng với những hậu quả nặng nề trong những năm 1930, một vài thập kỷ sau, các bong bóng giá tài sản lớn hiếm khi xảy ra. Vào những năm 1970, các bong bóng và suy thoái chỉ còn được xem là những gì thuộc về lịch sử cổ đại; còn các bận tâm lớn nhất của nền kinh tế thế giới là giá dầu cao ngất trời và lạm phát. Tuy nhiên, tình trạng kinh tế của Nhật Bản đã làm sụp đổ hoàn toàn bức tranh màu hồng này. Nhật Bản không chỉ phải trải qua một bong bóng lớn và sau đó là một giai đoạn suy sụp nghiêm trọng đã khiến nền kinh tế nước này trì trệ trong hơn một thập kỷ mà còn xuất hiện trở lại bóng ma giảm phát kinh hoàng vốn đã biến mất từ những năm 1930. Câu chuyện của Nhật Bản cho chúng ta thấy các bong bóng và giảm phát có mối quan hệ tương tác với nhau như thế nào. Bong bóng nổ tung có thể dễ dàng dẫn tới tình trạng giảm phát do nguy cơ suy thoái nền kinh tế trầm trọng. Và sau đó, chính giảm phát sẽ khiến tình trạng suy thoái trở nên tồi tệ hơn và nhiệm vụ phục hồi tăng trưởng kinh tế sẽ trở nên khó khăn hơn bao giờ hết.

Vào cuối những năm 1980, các thị trường bất động sản và chứng khoán ở Nhật Bản được định giá cao đến không ngờ. Chỉ số P/E trên thị trường chứng khoán đạt tới mức 60 và chiếm 45% tổng giá trị chứng khoán thế giới, mặc dù Nhật Bản chỉ tạo ra 10% GDP thế giới. Giá bất động sản thậm chí biến động tột độ hơn nữa, với lợi nhuận cho thuê vô cùng thấp và giá trị mỗi mét vuông ở khu vực trung tâm Tokyo tăng cao bất ngờ. Chỉ số giá đất (LPI) [22] mà chính phủ áp dụng tại 6 thành phố lớn tăng gấp ba lần trong giai đoạn 1985 và 1990 (xem biểu đồ 3.1).



Biểu đồ 3.1
Bong bóng của Nhật Bản

Giá chứng khoán tăng cao có liên hệ mật thiết với giá bất động sản tăng cao. Rất nhiều công ty sở hữu bất động sản và giá trị bất động sản đó đang tăng lên theo cấp số nhân. Chính vì thế, hiển nhiên là chứng khoán của các công ty đó cũng sẽ tăng theo để phản ánh giá trị đó. Lấy ví dụ ở Chương 1, khi WhizzPizza sở hữu tất cả các tài sản bất động sản nhà hàng, do giá trị các tài sản bất động sản bán lẻ đang tăng vọt nên giá trị chứng khoán của công ty sẽ tăng lên theo, ngay cả khi nếu công ty không bán thêm được một chiếc bánh pizza nào. Với mỗi công ty, quá trình này có thể là một cơ hội để kiếm những lợi nhuận mới bởi vì họ có thể bán tài sản bất động sản và sau đó thuê lại, nhưng điều đó không tạo ra thêm giá trị gì xét trên toàn bộ thị trường.

Những nhân tố chính dẫn tới bong bóng Nhật Bản như thường lệ là sự lạc quan và tính thanh khoản. Lạc quan do mọi người có quan điểm tích cực về nền kinh tế có đà tăng trưởng mạnh và lạm phát thấp. Tuy nhiên, tình hình phức tạp hơn thế nhiều. Vào cuối những năm 1980, Nhật Bản được coi là nền kinh tế thành công nhất trên thế giới. Mọi cuốn sách được xuất bản đều dự đoán rằng không bao lâu nữa Nhật Bản

sẽ trở thành số 1, đánh bại Hoa Kỳ và chiếm vị trí hàng đầu về kinh tế. Các cẩm nang quản lý viết rất nhiều về các kỹ thuật của Nhật Bản như kiểm soát chất lượng toàn diện (total quality control), quản lý và cung cấp vật liệu đúng thời gian (just-in-time inventories) và các biện pháp để kích thích lực lượng lao động. Trong khi hầu hết các công ty nước ngoài không mặn mà với ý tưởng về một bài hát chung của công ty thì ít người nghi ngờ rằng Nhật Bản là nước đầu tiên cần vượt qua, ít nhất là trong lĩnh vực chế tạo.

Sau khi tụt xuống mức 3,1% vào năm 1986, tăng trưởng kinh tế trung bình của nước này là 5,4%/năm trong giai đoạn 1987 - 1990. Cũng trong giai đoạn đó, tăng trưởng năng suất tăng nhanh đạt mức 4,6% mỗi năm, giúp kiểm soát lạm phát. Lợi nhuận tăng trung bình 8% một năm trong suốt những năm 1980, lớn hơn rất nhiều so với lạm phát, chính vì thế dường như không có lý do nào khiến tăng trưởng kinh tế nhanh chóng ở Nhật Bản không thể tiếp tục. Trong khi đó, đầu tư kinh doanh tăng từ 18% GDP vào năm 1985 tới 25% vào năm 1990.

Bong bóng thanh khoản bắt đầu xuất hiện khi các quan chức Nhật Bản đồng ý thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sau khi thế giới sụt giảm vào năm 1986. Hoa Kỳ đối mặt với tình trạng đồng đô la yếu và nhận ra rằng đã đến lúc Đức và Nhật Bản trở thành đầu máy tăng trưởng thông qua việc kích thích chi tiêu quốc gia. Trong khi Đức còn ngần ngại, Nhật Bản đã nhanh chóng phản ứng tích cực với yêu cầu này. Ngân hàng Trung ương Nhật bản (BOJ) đã cắt giảm Tỷ lệ Chiết khấu Chính thức từ 5% vào năm 1985 xuống còn 2,5% vào năm 1987 và giữ mức chiết khấu này tới tận năm 1989. Nguồn cung ứng tiền tệ (đo theo phương pháp M2+CD, phương pháp đo lường chính của Nhật Bản [23]) tăng tới hơn 10% mỗi năm trong giai đoạn 1987 - 1990, cao hơn mức lạm phát khoảng 3% mỗi năm. Tình hình này cũng gần giống với quyết định cắt giảm lãi suất của Hoa Kỳ vào năm 1925 để giúp Anh duy trì đồng bảng trên Bản vị Vàng.

Hầu hết các khu vực khác ngoài Nhật Bản đều coi các thị trường

bùng nổ ở Nhật Bản là một bong bóng. Rất nhiều quan sát viên bên ngoài bị sốc vào năm 1987 khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ tụt dốc tới 30% vào tháng Mười, nhưng chỉ duy nhất thị trường Nhật Bản trên thế giới không hề có bất kỳ dấu hiệu bị tác động nào. Mức độ an toàn của thị trường càng khiến các nhà đầu tư Nhật Bản hào hứng hơn và thị trường tiếp tục đạt được những đỉnh cao mới trong 2 năm sau đó. Các nhà đầu tư biện minh cho những mức cao của thị trường chứng khoán và bất động sản dựa trên kỳ vọng lợi nhuận chứng khoán tiếp tục tăng trưởng và nhu cầu tăng lên của những khoảng đất phục vụ cho bất động sản. Trên thị trường tài sản bất động sản, luật sử dụng đất ở Nhật Bản rất chặt chẽ và nguy cơ động đất khiến việc xây dựng các tòa nhà cao tầng bị hạn chế hơn.

Tình thế đảo ngược vào năm 1990 - 1991 có thể do chính sách tiền tệ thắt chặt và các khoản đầu tư kinh doanh bị sụt giảm. Tỷ lệ chiết khấu năm 1990 tăng mạnh tới mức 6% nhưng sau đó chỉ giảm từ từ mặc dù nền kinh tế sụt giảm mạnh. Mức tăng lãi suất rõ ràng không chỉ để đối phó với lạm phát mà còn nhằm giảm giá đất. Lạm phát vào thời gian đó chưa phải là vấn đề trầm trọng. Sụt giảm đầu tư phần nào là hệ quả trước tình hình lãi suất tăng cao và kỳ vọng tăng trưởng kinh tế sụt giảm. Nhưng đồng thời điều đó cũng phản ánh lượng đầu tư quá mức đã diễn ra trước đó. Diễn biến này cũng tương tự như những trải nghiệm của Hoa Kỳ vào những năm 1930 như đã trình bày trong Chương 2.

Giá chứng khoán từ mức đỉnh điểm vào cuối năm 1989 đã giảm 46% trong chín tháng và dừng lại ở mức thấp trong suốt những năm 1990; đến năm 2003, mức giá này lại sụt giảm xuống mức thấp mới, kém 75% so với 13 năm trước đó. Giá đất bắt đầu trượt mạnh khiến chỉ số bất động sản của sáu thành phố lớn mất đi tất cả các khoản lợi nhuận trong giai đoạn 1985 - 1990 tới năm 2001 và cuối cùng, mãi tới năm 2005 giá mới dần phục hồi, giảm 86% so với mức cao vào năm 1990. Tăng trưởng GDP trung bình từ 1991 đến 2003 chỉ vào khoảng 1%/năm trong khi tăng trưởng năng suất gần như bằng 0. Tỷ lệ giữa

đầu tư tư nhân và GDP giảm từ mức đỉnh điểm là 21% vào năm 1990 xuống chỉ còn 15% vào năm 2003. Tuy nhiên tỷ lệ này vẫn ở mức khá cao theo tiêu chuẩn thế giới.

Nền kinh tế yếu kém và giá tài sản sụt giảm, đặc biệt là giá bất động sản, đã gây nên một lượng lớn các khoản nợ xấu, khiến khu vực tài chính gần như bị phá sản. Riêng các khoản nợ xấu đã ước tính vào khoảng 20 đến 25% GDP vào năm 2001. Các ngân hàng cũng phải đối mặt với vấn đề là một phần vốn căn bản của họ (theo một điều khoản đặc biệt với Nhật Bản trong các thỏa thuận vốn Basle [24]) được hình thành từ các khoản lợi nhuận từ nắm giữ cổ phiếu. Vào cuối những năm 1980, các khoản lợi nhuận này rất lớn và là một “tấm đệm về vốn” quan trọng cho các ngân hàng. Sau khi thị trường chứng khoán sụp đổ, hầu hết các lợi nhuận này biến mất. Các khoản cho vay của ngân hàng tăng chậm tới năm 1997 nhưng sau đó, dư nợ cũng bắt đầu giảm mặc dù nguồn cung ứng tiền tiếp tục tăng. Các ngân hàng muốn giảm cho vay bởi vì vốn của họ không còn được vững mạnh, đồng thời các công ty cũng cố gắng giảm các khoản vay. Các khoản vay này đóng vai trò lớn nếu giá tài sản cao, nhưng vào thời điểm này, chúng khiến các công ty phải đối mặt với nhiều tác động xấu.

Xét trên nhiều phương diện, điều ngạc nhiên là nền kinh tế Nhật thậm chí không có dấu hiệu bị tác động. Tình trạng giá tài sản sụt giảm của Nhật Bản cũng giống như những gì Hoa Kỳ đã trải qua vào những năm 1930 nhưng điểm khác biệt là mặc dù Nhật Bản phải chịu một loạt các cuộc khủng hoảng nhẹ và thời kỳ phục hồi ngắn ngủi nhưng không xảy ra suy thoái. Tỷ lệ thất nghiệp tăng cao nhưng không trầm trọng như ở Hoa Kỳ vào những năm 1930. Mặc dù các chính sách không thể ngăn chặn được tình trạng kinh tế yếu kém nhưng rõ ràng là nó đã tránh được thảm họa. Lãi suất được cắt giảm bắt đầu từ năm 1991 và cuối cùng giảm xuống bằng 0. Thực tế là lãi suất ngắn hạn thực chưa bao giờ giảm dưới mức 0, mặc dù chúng có thể như thế trước khi giảm phát xảy ra. Nhưng ít nhất Ngân hàng trung ương Nhật Bản đã không khiến nền

kinh tế bị "sốc" mạnh như việc Cục Dự trữ Liên bang thắt chặt chính sách vào năm 1931. Trong khi đó chính sách tài khóa Nhật thời gian này lại mang tính kích thích cao hơn so với Hoa Kỳ những năm 1930. Chính phủ cho phép ngân sách biến động từ mức thặng dư 2,9% GDP vào năm 1990 xuống mức thâm hụt 7% vào năm 1999. Sự biến động này một phần là do biện pháp kích thích kiểu Keynes [25] tập trung vào các dự án xây dựng, nhưng nguyên nhân chính của biến động là để đưa ra các mức chi tiêu và thuế trước tình trạng tăng trưởng kinh tế sụt giảm.

Điểm khác biệt lớn nhất của Nhật Bản với Hoa Kỳ vào những năm 1930 là chính phủ Nhật Bản đảm bảo cho hệ thống ngân hàng và không để người gửi tiền phải thua lỗ. Sau đó vào năm 1998 – 1999, chính phủ đã bơm một lượng vốn mới vào hệ thống ngân hàng dưới hình thức chứng khoán ưu đãi. Chính vì thế, không có hiện tượng mọi người đổ xô tới rút tiền ở ngân hàng và không nhiều ngân hàng phải đóng cửa. Vì vậy, mặc dù tăng trưởng tiền tệ và tín dụng thấp nhưng hệ thống không bị sụp đổ như ở Hoa Kỳ vào những năm 1930. Hơn nữa, lòng tin được củng cố hơn. Khác với Hoa Kỳ vào những năm 1930, một nhân tố đóng góp tích cực cho Nhật Bản là nền kinh tế thế giới vào những năm 1990 nói chung mạnh hơn nhiều so với những năm 1930, điều đó đã hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ của Nhật Bản.

Một lý do khác giúp Nhật Bản tránh được tình trạng suy thoái toàn diện có thể là do ảnh hưởng của giá tài sản nhà ở giảm không nghiêm trọng như dự đoán. Tài sản ròng đạt mức cao kỷ lục 947% thu nhập vào năm 1990 nhưng tới năm 1995 thì giảm xuống 757% và cứ thế duy trì ở mức này [26]. Nhưng con số này vẫn ở mức cao so với các quốc gia khác. Mức đỉnh điểm của Anh vào năm 2000 cũng chỉ đạt 747%. Lợi nhuận từ nắm giữ cổ phiếu không phải là một phần lớn trong tài sản hộ gia đình ở Nhật Bản ngay cả trong thời điểm thị trường đang tăng trưởng mạnh vào năm 1989 và các khoản thua lỗ có thể dễ dàng được

bù lại nhờ tỷ lệ tiết kiệm cao. Giá nhà thấp hơn đã ảnh hưởng tới tình hình kinh tế Nhật Bản, mặc dù có thể là không nghiêm trọng như ở các nước khác bởi vì nước này có xu hướng coi nhà là khoản đầu tư dài hạn của gia đình. Hơn nữa, lãi suất sụt giảm đã giúp giảm đáng kể chi phí thế chấp. Chính vì thế, trong những năm gần đây, tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình ở Nhật Bản có xu hướng giảm so với mức rất cao trước đó, qua đó góp phần tăng chi tiêu tiêu dùng. Sụt giảm giá tài sản ở Nhật Bản chủ yếu gây ảnh hưởng tới lòng tin doanh nghiệp và các khoản cho vay của ngân hàng.

NHẬT BẢN VÀ GIẢM PHÁT

Từ những năm 1950 đến giữa những năm 1990, hầu như không có bất kỳ sự lo lắng nào về giảm phát – tức là giá tiêu dùng sụt giảm. Toàn bộ quan tâm của thế giới tập trung vào việc đối phó với giá cả leo thang, lạm phát – vấn đề kinh tế số 1. Nhưng vào cuối những năm 1990 khi cuộc chiến chống lạm phát đã giành được chiến thắng, giảm phát đã xuất hiện ở một số nước châu Á, bao gồm cả Nhật Bản.

Các ngân hàng trung ương và các nhà kinh tế đều đồng ý rằng mức tăng giá lý tưởng để duy trì tỷ lệ lạm phát hàng năm thấp là trong phạm vi từ 1 đến 3% mỗi năm, chứ không thể đạt tỷ lệ bằng 0. Một lý do dẫn tới nhận định này là do người ta tin rằng các chỉ số lạm phát thường phóng đại tình trạng lạm phát bởi các nhà thống kê thường không ý thức đầy đủ về những cải thiện về mặt chất lượng. Tại Hoa Kỳ, biện pháp thống kê đã được thay đổi vào những năm 1980 để cố gắng giảm trừ vấn đề này, nhưng rất nhiều nhà kinh tế tranh luận rằng lạm phát vẫn bị cường điệu quá mức.

Dù vậy, lý do chính là các ngân hàng trung ương lo sợ giảm phát (deflation). Nếu họ hướng tới tỷ lệ lạm phát bằng 0, rất có thể họ sẽ không đạt được mục tiêu này và khiến mức giá giảm sút. Tuy nhiên nếu họ đặt ra mục tiêu tỷ lệ lạm phát dương nhỏ, họ đã tự tạo cho mình một tấm nệm bảo vệ, vì thế trong tình hình kinh tế sụt giảm hay khủng hoảng nhẹ, tỷ lệ lạm phát có thể giảm xuống bằng 0 hoặc thậm chí âm

nhưng giảm phát sẽ không hình thành.

Giảm phát là một mối đe dọa lớn và rất mới mẻ với tất cả chúng ta, những thế hệ lớn lên trong kỷ nguyên lạm phát diễn ra không ngừng. Hầu như không có bất kỳ ai trong thế hệ chúng ta, ngay cả Ngài Greenspan đáng kính, có mặt như là một chủ thể thị trường hay nhà hoạch định chính sách tích cực vào những năm 1930, thời kỳ giảm phát lần cuối cùng của Hoa Kỳ và Anh. Nhưng trong suốt thế kỷ XIX và tới tận những năm 1930, giảm phát trở nên phổ biến, thậm chí được coi là bình thường trong khi lạm phát thường chỉ xuất hiện vào thời điểm đỉnh cao của bùng nổ kinh tế và chiến tranh.

Tại Hoa Kỳ và Anh, giảm phát vẫn chỉ là một khả năng trên lý thuyết; nhưng tại Nhật Bản, giảm phát đã trở thành hiện thực. Vào đầu những năm 1980, khi bong bóng đang xẹp đi nhanh chóng thì lạm phát giá tiêu dùng vẫn ở mức cao, các quan chức Nhật Bản đã dồn mọi nỗ lực để giành được một nền kinh tế bền vững. Hàng loạt các giai đoạn phục hồi kinh tế ngắn ngủi đều kết thúc bằng một sự sụt giảm mới. Giá tài sản giảm, giảm phát nợ và hệ thống ngân hàng bị đổ vỡ, tất cả các yếu tố này kết hợp lại khiến nền kinh tế dễ bị ảnh hưởng khi một cú sốc mới xảy ra, cho dù đó là cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997 hay sụt giảm kinh tế thế giới vào năm 2001. Trong môi trường yếu kém này, lạm phát dần dần giảm xuống mức 0 và sau đó giảm phát xuất hiện, bắt đầu vào năm 1995. Vào năm 2004, mặc dù nền kinh tế có phục hồi nhưng mức giá ở Nhật Bản vẫn giảm 10% và kể từ đó lạm phát, nếu loại trừ giá dầu và thực phẩm, vẫn duy trì ở mức gần 0.

Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã phản ứng quá chậm khi giảm phát lần đầu tiên xuất hiện. Ban đầu Ngân hàng đã cắt lãi suất xuống bằng 0, nhưng biện pháp này hầu như không hiệu quả. Một lý do là bởi mọi người đều tin rằng nền kinh tế cần thực hiện những đổi mới lớn, chứ không chỉ cần các biện pháp kích thích tiền tệ. Vào năm 2000, Ngân hàng này đã tăng lãi suất nhằm “bình thường hóa” chi phí lãi suất và buộc các công ty phải tái cơ cấu. Và vào năm 1999 – 2000, Ngân

hàng này đã thực hiện nhiều hành động công khai nhằm liên kết các biện pháp chống giảm phát mạnh mẽ với đổi mới chính phủ nhanh chóng hơn – một biện pháp kiểu như “các ngài làm thì chúng tôi sẽ làm.” Kết quả là cả chính phủ và ngân hàng trung ương đều giữ thế phòng thủ. Cuối cùng chính phủ cũng có một thay đổi và Tổng thống Koizumi đã đẩy nhanh tốc độ đổi mới chính phủ, nhưng rõ ràng là sự trì hoãn đó đã gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới nền kinh tế.

Lý do thứ hai giải thích cho sự thận trọng này là bởi vì Ngân hàng Nhật Bản lo sợ nếu ngăn chặn giảm phát quá thành công thì sẽ dẫn tới lạm phát. Nếu không đổi mới thực sự, Ngân hàng lo lắng rằng “in tiền” sẽ gây ra lạm phát cao hay thậm chí siêu lạm phát (theo quy ước xác định bởi mức lạm phát trên 60% mỗi năm) mà không kích thích được nền kinh tế.

Vào giai đoạn 2001 – 2003, Ngân hàng trung ương Nhật Bản đã tăng dần các gói kích thích tiền tệ; cùng với sự hỗ trợ từ sức mạnh của nền kinh tế Trung Quốc và sự phục hồi kinh tế của Hoa Kỳ và châu Âu, nền kinh tế Nhật Bản cuối cùng cũng phục hồi, tăng trưởng trung bình 2,3% trong bốn năm từ 2004 đến 2007. Tỷ lệ thất nghiệp vốn tăng cao trong giai đoạn 1990 - 2003 đã dần giảm xuống. Thị trường chứng khoán tăng cao hơn gấp đôi so với mức thấp vào năm 2003 (mặc dù vẫn chưa phục hồi bằng một nửa so với mức cao đỉnh điểm vào năm 1989). Giá nhà cũng tăng cao trở lại, chỉ số nhà đất của 6 thành phố lớn tăng 24% vào quý I năm 2008, do lợi nhuận từ giá các bất động sản thương mại. Ngân hàng trung ương Nhật Bản tăng lãi suất từ mức 0 nhưng chỉ tăng tới 0,5% thì nền kinh tế một lần nữa sụt giảm vào năm 2007 - 2008. Trong khi đó, một trong những hậu quả nghiêm trọng sau bong bóng là khối lượng nợ khổng lồ của chính phủ, hiện giờ vào khoảng 160% GDP. Lãi suất thấp và nợ chính phủ lớn đã khiến nền kinh tế dễ bị nguy hiểm trong thời kỳ suy giảm kinh tế mới.

CẢ THẾ GIỚI GIẢM PHÁT?

Tôi dùng từ giảm phát đơn giản với nghĩa trái ngược của lạm phát;

hay là sự sụt giảm giá tiêu dùng. Giảm phát đôi khi cũng được đề cập để miêu tả nền kinh tế bị sụt giảm nhanh chóng và giá tài sản tụt dốc mạnh. Nhưng giá tiêu dùng giảm không nhất thiết có liên quan đến sụt giảm kinh tế. Vào cuối thế kỷ XIX, nền kinh tế Hoa Kỳ trải qua một giai đoạn tăng trưởng kinh tế lâu dài và đã bắt kịp Anh quốc, tuy nhiên mức giá đạt đỉnh cao trong thời kỳ nội chiến đã giảm dần và tới năm 1900 thì đã giảm tới 1/3 so với năm 1865 [27]. Có nhiều năm, tăng trưởng kinh tế của Mỹ chậm lại và giá tài sản sụt giảm. Thông thường, các diễn biến này thường liên quan tới tỷ lệ giảm phát nhanh hơn, nhưng ở đây, sự sụt giảm này chỉ mang tính tuần hoàn chứ không phải là xu hướng lâu dài. Trong những năm gần đây, Trung Quốc cũng đã trải qua nhiều giai đoạn sụt giá nhưng mức độ tăng trưởng vẫn luôn bền vững.

Cho tới giờ chỉ có Nhật Bản, Trung Quốc và Hồng Kông phải trải qua hơn một hoặc hai năm giảm phát, nhưng chúng ta không thể loại trừ khả năng rằng giảm phát đang lan tràn rộng hơn. Thông thường, trong môi trường giảm phát dài hạn, tỷ lệ lương vẫn khá ổn định nhưng mức giá sẽ giảm so với tỷ lệ tăng trưởng năng suất. Chính vì thế, mọi người sẽ trở nên giàu có hơn do chi phí mua sắm của họ giảm, chứ không phải bởi vì họ được tăng lương. Trong trường hợp này, tỷ lệ giảm phát thường vào khoảng 1 - 2% mỗi năm. Tuy nhiên, trong những thời kỳ tuần hoàn kinh tế đặc biệt thấp, hay trong thời kỳ kinh tế sụt giảm nghiêm trọng, mức giá có thể tụt dốc khá nhanh và điều này thường liên quan tới giá tài sản đồng thời sụt giảm. Trong thời kỳ Suy thoái, mức giá của Hoa Kỳ đã giảm 25% từ năm 1929 tới năm 1933.

Ngoại trừ trường hợp sụt giảm kinh tế lớn, mức lương thường có tác dụng hạn chế mức độ giảm phát bởi vì giảm phát thường phản ứng mạnh trước việc cắt giảm lương. Không ai thích cắt giảm lương thậm chí nếu mức giá cũng đang giảm, bởi vì cắt giảm lương sẽ dẫn tới những tổn thất tức thì. Ta hãy so sánh điều này với việc tăng lương: ví dụ nếu giá đang tăng khoảng 2% mỗi năm và công nhân viên cũng được tăng

lương khoảng 2% mỗi năm thì sau một năm họ cũng không sung túc hơn nhưng họ sẽ khá giả hơn ngay sau khi được tăng lương, chính vì vậy mà họ muốn được tăng lương. Chúng ta cũng có được kết quả tương tự nếu cả giá và lương đều giảm 2% một năm, nhưng vào thời điểm bị cắt giảm lương, công nhân viên ngay thời điểm đó sẽ cảm thấy tồi tệ hơn. Công nhân thường gay gắt phản đối giảm lương trừ phi giai đoạn kinh tế lúc đó thực sự khó khăn và họ cảm thấy không có lựa chọn nào khác.

Tuy nhiên, giảm lương không còn là điều xa vời. Tại Nhật Bản và Hồng Kông trong giai đoạn 1998 - 2003, lương đã nhiều lần bị sụt giảm do sự sụt giảm các khoản thưởng, đây là một phần lương lớn đối với rất nhiều người mà thường được trả theo hình thức "tháng lương thứ 13". Cắt lương cũng được thực hiện trực tiếp ở một số lĩnh vực, thậm chí trong cả chính phủ Hồng Kông. Và lương cũng có thể sụt giảm khi các công ty tuyển dụng nhân viên mới với chi phí thấp hơn hoặc cắt giảm lợi ích, ví dụ như bảo hiểm y tế hoặc quyền hưởng hưu bổng. Một khả năng nữa là giảm phát khiến các công ty buộc nhân viên phải làm việc vất vả hơn trong thời gian dài hơn, đơn giản là bởi vì họ không thể tăng giá để nâng cao lợi nhuận.

TẠI SAO GIẢM PHÁT KHIẾN CÁC BONG BÓNG TRỞ NÊN NGUY HIỂM HƠN

Trong thế giới giảm phát, các bong bóng mang tính rủi ro hơn nhiều. Một khi bong bóng nổ tung thì giá tài sản sẽ sụt giảm mạnh hơn so với trong thế giới lạm phát. Trong khi tỷ lệ lạm phát dương liên tục có xu hướng làm gia tăng các giá trị danh nghĩa thì mức giá chung sụt giảm có thể khiến giá tài sản sụt giảm thậm chí nhiều hơn. Trong giai đoạn những năm 1990, giá chứng khoán và giá đất ở Nhật Bản đã tụt dốc xuống mức thấp nhất, nhưng từ năm 1995, khi giảm phát xuất hiện, chính mức giá thấp nhất này cũng giảm xuống theo! Nếu lạm phát duy trì ở mức dương thì giá tài sản sẽ giảm xuống thấp sớm hơn nhiều.

Điều này về căn bản làm gia tăng khả năng "giảm phát nợ" (debt deflation), đây là hiện tượng có thể coi là đe dọa lớn nhất trong nền

kinh tế do những ảnh hưởng tàn phá tới cả nền kinh tế và hệ thống ngân hàng. Trong giai đoạn giảm phát nợ, giá tài sản bắt đầu giảm và các nhà đầu tư bắt đầu cảm thấy bất ổn bởi vì họ đầu tư vào các tài sản bằng các khoản đi vay. Một số nhà đầu tư nhanh chóng bán tài sản để thoát khỏi các khoản nợ khổng lồ. Những người khác chờ đợi nhưng sau đó họ cũng bắt đầu lo sợ giá tài sản sẽ tiếp tục giảm hơn nữa, vì thế họ cũng cố gắng bán tháo để trả nợ cho dù phải chịu lỗ. Một số người sẽ không thể thanh toán được các khoản nợ và bị ngân hàng tịch biên tài sản, sau đó chính ngân hàng là người cố gắng bán tài sản đó. Nhưng bán tài sản chỉ khiến giá tài sản giảm hơn, chính vì thế giá tài sản và nền kinh tế có thể rơi vào vòng xoáy đi xuống khốc liệt.

Thường thì mọi người buộc phải chấp nhận bán bất kỳ tài sản nào có thể để thanh toán nợ nần, và đôi khi họ sẽ bán các tài sản có giá trị tốt hơn bởi vì chúng là những tài sản duy nhất có thể bán đi nhanh chóng. Các thị trường thường có xu hướng bị đổ vỡ trong thời kỳ suy thoái nghiêm trọng, chính vì thế, các tài sản như bất động sản hoặc các doanh nghiệp nhỏ vốn không có tính thanh khoản ngay cả trong những thời điểm tốt nhất gần như không thể bán được cho dù được trả bất cứ giá nào. Trong khi đó, các ngân hàng cũng có thể rơi vào tình trạng bất ổn. Thông thường, hầu hết các khoản cho vay của ngân hàng thường đi kèm tài sản thế chấp, cho dù ngân hàng đang cho các doanh nghiệp nhỏ vay thông qua khoản thế chấp thứ cấp trên nhà ở của chủ doanh nghiệp hay cho các ngân hàng đầu tư vay bằng danh mục tài sản chứng khoán của họ. Trong thời kỳ giảm phát giá tài sản, không có tài sản thế chấp nào là đáng tin cậy, và các ngân hàng thường có xu hướng vội vã đòi lại các khoản cho vay hiện có và rất cẩn trọng khi đưa ra các khoản cho vay mới [28].

Lần cuối cùng, quá trình giảm phát giá tài sản này xảy ra tại Hoa Kỳ là vào giai đoạn 1932 - 1933, nhưng những diễn biến như thế đã rất phổ biến vào thế kỷ XIX. Chúng cũng thường gây ra tình trạng đổ xô đi rút tiền khỏi các ngân hàng, bởi vì mọi người nghi ngờ độ an toàn của các

tổ chức nhất định và ngay cả ngân hàng nói chung. Các ngân hàng trung ương bây giờ đã biết cách để ngăn chặn tình trạng này, họ sẽ kết hợp việc cung cấp nguồn thanh khoản không giới hạn nếu cần thiết và sự đảm bảo của chính phủ với các khoản tiền gửi ngân hàng và/hoặc trực tiếp hỗ trợ các ngân hàng. Mặc dù các biện pháp đó có thể ngăn chặn tâm lý bất ổn nhưng chưa chắc đã ngăn chặn được việc mọi người liên tục bán tài sản vì họ đang cố gắng tránh bị thua lỗ nặng nề hơn hoặc để thanh toán nợ nần. Trong thời kỳ lạm phát vào nửa cuối thế kỷ XIX, giảm phát nợ hầu như không được biết tới. Thậm chí nếu giá trị tài sản thực sự giảm mạnh thì mức giá chung tăng lên sẽ bù đắp cho sự sụt giảm đó trên giá trị danh nghĩa và chính điều đó có thể cứu những người đi vay. Nhưng với mức lạm phát thấp như hiện tại, và đặc biệt là khi đã xuất hiện giảm phát thì chúng ta có nguy cơ phải đối mặt với giảm phát nợ nhiều hơn.

Nhật Bản đã phải trải qua quá trình giảm phát nợ vào những năm 1990 và đầu những năm 2000, mặc dù khi đó quá trình này diễn ra rất chậm, kéo dài và không gây nên tình trạng bất ổn nào. Toàn bộ tín dụng của khu vực tư nhân giảm 17% trong giai đoạn 1998 và 2003, trong khi các công ty tập trung vào việc cải thiện lợi nhuận và vòng quay tiền mặt thay vì nâng cao mức chi tiêu. Tuy nhiên, một phần do lãi suất quá thấp và một phần do các ngân hàng được chính phủ hỗ trợ nên tình trạng bất ổn đã không xảy ra. Nhưng mặt khác, sự điều chỉnh quá chậm đã không dẫn tới sự phục hồi nhanh chóng.

Trong lịch sử, các nước thường thoát ra khỏi vòng xoáy đi xuống khốc liệt của giảm phát nợ chỉ khi giá trị tài sản thực sự giảm mạnh (cụ thể là giảm mạnh hơn giá tiêu dùng) và rất nhiều khoản nợ bị gạch sổ. Sau đó, thường là sau một thời gian ngắn hoặc sau khi xuất hiện các cơ hội đầu tư mới từ các công nghệ mới, nền kinh tế sẽ tiếp tục phát triển. Nhưng đây là một quá trình rất khó khăn và thường đi kèm với tỷ lệ thất nghiệp cao và lương sụt giảm. Đây cũng là một thời kỳ khó khăn với các nhà đầu tư. Chỉ có tiền mặt và trái phiếu chính phủ là an toàn

tuyệt đối trong môi trường này, mặc dù thế, chúng cũng chỉ an toàn khi chính phủ đáng tin cậy. Nếu có nguy cơ chính phủ vỡ nợ thì các tài sản này cũng trở nên không đáng tin cậy bởi vì trái phiếu sẽ trở thành vô giá trị; và trong bối cảnh khủng hoảng ngân hàng, chính phủ cũng sẽ không thể cứu trợ các ngân hàng này. Vàng, tài sản cứu cánh cuối cùng, thường có tác dụng lớn trong thời kỳ giảm phát.

GIẢM PHÁT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Một vấn đề khác mà giảm phát gây nên là việc các ngân hàng trung ương không thể cắt giảm lãi suất xuống dưới mức 0. Trong tình hình sụt giảm kinh tế, ngân hàng trung ương thường cắt giảm lãi suất để kích thích nền kinh tế. Biện pháp này thực hiện thông qua một số cơ chế, nhưng một trong những cơ chế quan trọng nhất là thúc đẩy giá tài sản. Các ngân hàng cũng có thể cắt giảm lãi suất để đối phó với tình trạng giá tài sản sụt giảm bất ngờ. Ví dụ như đợt khủng hoảng thị trường chứng khoán năm 1987, thời kỳ chứng khoán giảm hơn 30% chỉ trong hai ngày tại Hoa Kỳ, Anh và hầu hết các nước khác, đã được kiểm soát nhờ cắt giảm lãi suất vào thời gian sau đó. Biện pháp này cho phép các thị trường phục hồi lại mức đỉnh điểm vào tháng Mười chỉ sau khoảng một năm. Đồng thời nó cũng giúp các nhà đầu tư cảm thấy an tâm hơn khi nghĩ rằng các ngân hàng trung ương vẫn luôn trợ giúp họ, ít nhất là trên một mức độ nào đó. Hiện tượng này đôi khi được nhắc đến với cái tên “Greenspan put” (Quyền chọn bán Greenspan [29]) bởi vì dường như cơ chế tạo nên một sự bảo vệ từ trên xuống cho các nhà đầu tư giống như một quyền chọn bán. Tuy nhiên với Nhật Bản, sự xuất hiện của đợt giảm phát vào năm 1995 đồng nghĩa rằng lãi suất sẽ trượt dốc một khi đạt đến mức 0 (vào năm 1999). Và với tỷ lệ giảm phát leo thang tới khoảng 2% một năm vào cuối thập kỷ thì lãi suất thực đã tăng tới mức đó. Giá tài sản được củng cố hơn nhờ việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn thông qua một vài cơ chế liên quan. Đầu tiên, cắt giảm lãi suất sẽ giảm lợi nhuận từ việc nắm giữ tiền mặt so với lợi nhuận từ tài sản, cho dù đó là lãi suất của trái phiếu, cổ tức từ cổ phiếu hay lợi

nhuận cho thuê từ tài sản bất động sản. Các nhà đầu tư thường phản ứng bằng việc "tìm kiếm lợi nhuận", hay đầu tư tiền mặt vào trái phiếu và cổ phiếu. Rõ ràng điều này phụ thuộc vào việc các nhà đầu tư có kỳ vọng tích cực với giá tài sản hay không. Nếu họ nghĩ rằng giá tài sản có thể giảm thì họ sẽ vẫn giữ tiền mặt ngay cả khi lợi nhuận thấp. Thứ hai, lãi suất tiền mặt thấp hơn có thể khuyến khích mọi người mượn nhiều tiền hơn để mua tài sản. Nếu các tài sản sinh ra lợi nhuận thì chi phí lợi nhuận thấp hơn sẽ tăng tính hấp dẫn của các danh mục tài sản được mua bằng các khoản vay này. Rõ ràng điều này phụ thuộc vào kỳ vọng giá tài sản, nhưng cũng do khoảng thời gian các nhà đầu tư nghĩ rằng lãi suất sẽ ở mức thấp. Thứ ba, vào thời kỳ lạm phát, việc cắt giảm lãi suất có thể khiến lãi suất thực âm, điều này sẽ khiến việc mượn tiền để mua tài sản trở nên đặc biệt hấp dẫn. Ví dụ, nếu lãi suất thực là -5%, các nhà đầu tư sẽ biết rằng thời điểm này đáng mượn tiền và mua tài sản ngay cả khi giá tài sản tính theo giá trị thực tế có thể sẽ không đổi. Các nhà đầu tư cũng biết rằng lãi suất thực âm có thể kích thích nền kinh tế thực thông qua việc khuyến khích các công ty tăng đầu tư và khuyến khích người tiêu dùng mua ô tô v.v… Chính vì thế nền kinh tế sẽ có khả năng phát triển và giá tài sản ít có nguy cơ sụt giảm hơn.

Tất cả các cơ chế này đã mang lại hiệu quả tích cực cho các ngân hàng trung ương trong những thập kỷ cuối cùng diễn ra tình trạng lạm phát cao. Nhưng bây giờ chúng ta phải áp dụng chúng vào một thế giới giảm phát với mức giá có thể giảm từ 1 đến 2% một năm. Giả sử, nếu nền kinh tế đang phát triển khá ổn định thì mức lãi suất ngắn hạn có thể vào khoảng 0 đến 2%, đưa mức lãi suất thực tới 2 - 3% (một mức khá bình thường từ trước tới nay). Tuy nhiên, nếu nền kinh tế đột nhiên sụt giảm, lãi suất có thể sẽ chỉ giảm một chút và lãi suất thực chắc hẳn sẽ vẫn ở mức dương. Quả thực, nền kinh tế giảm sút có thể khiến tình trạng giảm phát diễn ra nhanh hơn (ví dụ như -2% đến -4% một năm), chính vì thế có thể sẽ khó để giảm lãi suất thực. Khi đó, trái ngược hoàn toàn với lịch sử kinh tế hơn 40 năm, các ngân hàng trung ương sẽ ngay

lập tức mất kiểm soát.

CÁC BIỆN PHÁP CHÍNH SÁCH NHẰM NGĂN CHẶN GIẢM PHÁT

Vì vậy ngân hàng trung ương hay chính phủ có thể thực hiện các biện pháp chính sách nào nếu giảm phát đe dọa hay thực sự xảy ra [30]? Đầu tiên, tổ chức này có thể nhanh chóng cắt giảm lãi suất ngắn hạn, thậm chí về mức bằng 0. Một trong những bài học mà ta có thể rút ra từ trường hợp của Nhật Bản là nên quyết liệt khi thực hiện biện pháp này nếu lạm phát chưa ở mức cao, bởi vì như vậy nền kinh tế có thể khởi động lại nhanh chóng và lạm phát sẽ không rơi quá xa. Nếu Nhật Bản cắt giảm lãi suất nhanh chóng hơn vào nửa đầu những năm 1990 thì một mức lãi suất thực âm đã được tạo ra, nhưng Ngân hàng Nhật Bản chưa bao giờ làm được điều này.

Thứ hai, ngân hàng trung ương có thể bơm tiền mặt (hay nói theo đúng thuật ngữ của ngành là bơm "dự trữ") vào hệ thống ngân hàng. Nhật Bản đã cố gắng thực hiện biện pháp này nhưng ban đầu không đạt được nhiều thành công bởi vì khi đó không có cả nhu cầu vay và cho vay. Hệ thống ngân hàng đã tồn tại quá nhiều nợ xấu từ những năm bong bóng và lòng tin vẫn quá yếu. Chỉ từ năm 2005 trở đi, lòng tin mới được củng cố trở lại và các khoản cho vay của ngân hàng mới bắt đầu tăng trưởng.

Một biện pháp khả thi thứ ba là hạ giá tiền tệ. Biện pháp này có tác dụng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua xuất khẩu nhiều hơn và nhập khẩu ít đi, nhưng đồng thời biện pháp cũng trực tiếp gia tăng mức giá bởi vì khi đó các hàng hóa nước ngoài sẽ đắt hơn. Mức giá chung cao hơn cũng có xu hướng hỗ trợ giá tài sản (tất nhiên nếu tính toán theo đồng tiền trong nước). Nhưng trong môi trường tỷ giá ngoại tệ trôi nổi, các nước không thể tự do hạ giá tiền tệ bởi vì các thị trường mới là những nhân tố quyết định tỷ giá ngoại tệ. Và cắt giảm lãi suất để giảm giá đồng tiền không khả thi nếu lãi suất đã ở mức 0. Chính vì thế, những chọn lựa mà chính phủ có thể áp dụng là cố gắng làm sụt giá

đồng tiền, biện pháp này có thể hạn chế về hiệu quả, hoặc tích cực can thiệp vào thị trường ngoại tệ để mua ngoại tệ sử dụng cho đồng tiền trong nước.

Mặc dù Nhật Bản đã cố gắng làm cho giá trị đồng Yên yếu hơn nhưng họ đã không thành công như mong đợi dù đã mua vào một lượng đô la Mỹ lớn vào năm 2003 - 2004, bởi vì thời kỳ đó Nhật Bản vẫn tồn tại một lượng lớn thặng dư tài khoản vãng lai. Ngoài ra, các nước châu Âu riêng rẽ cũng không thể giảm giá đồng tiền nếu họ đã gia nhập khu vực đồng tiền chung châu Âu, ví dụ như Tây Ban Nha và Ý. Anh có điều kiện khá thuận lợi do không thuộc khu vực đồng tiền chung châu Âu, và vì đồng bảng Anh có thể giảm giá nếu giảm phát xảy ra. Tương tự, Úc cũng có đồng tiền khá linh động, họ có thể điều chỉnh giảm nếu cần thiết như đã từng làm trong cuộc khủng hoảng châu Á. Các nước nhỏ và có tỷ giá hối đoái thả nổi tự do là những nước có khả năng sử dụng biện pháp giảm giá tiền tệ thành công nhất.

Chính sách thứ tư để đối phó với giảm phát là cam kết duy trì lãi suất ngắn hạn ở mức thấp trong một thời gian dài, biện pháp này có khả năng giảm lợi nhuận của các trái phiếu ngắn hạn – ví dụ như khoảng 2 tới 3 năm hoặc có thể lâu hơn thế. Hoa Kỳ đã sử dụng biện pháp này vào năm 2003 trong nhiều tuyên bố khác nhau giống như Ngân hàng Trung ương Nhật Bản.

Biện pháp khả thi thứ năm là ngân hàng trung ương sẽ mua tài sản từ khu vực tư nhân [31]. Biện pháp này có tác dụng đưa tiền trực tiếp vào tay mọi người và giảm lợi nhuận của các tài sản này. Trong thời kỳ khủng hoảng, Ngân hàng trung ương Nhật Bản đã mua các trái phiếu chính phủ trong một vài năm, đưa mức lợi nhuận 10 năm xuống dưới 1%, và cũng mua một số lượng nhỏ chứng khoán nhỏ.

Biện pháp cuối cùng là chính phủ cần mở rộng chi tiêu hoặc cắt giảm thuế, sử dụng nguồn tài chính là các trái phiếu mà các ngân hàng trung ương đã trực tiếp mua. Nếu trái phiếu là do các ngân hàng thông

thường mua, với điều kiện là các ngân hàng này được cung cấp nguồn dự trữ dồi dào từ ngân hàng trung ương thì hiệu quả cũng tương tự. Về cơ bản, đây là cách chi tiêu tài khóa sử dụng nguồn tiền in. Biện pháp này sẽ phát huy tác dụng, ngay cả khi ngân hàng trung ương chỉ mới bắt đầu mua trái phiếu để hỗ trợ tài chính cho các khoản thâm hụt hiện thời mà trước đó đã được hỗ trợ bởi các khoản mua trái phiếu khu vực tư nhân. Thậm chí, biện pháp này sẽ có hiệu quả tốt hơn nếu chính phủ tuyên bố các đợt cắt giảm thuế hoặc các kế hoạch chi tiêu mới mà được ngân hàng trung ương cung cấp tài chính.

Nếu các biện pháp này được sử dụng toàn diện thì chắc chắn rằng giảm phát có thể được ngăn chặn. Từ khoảng năm 2002, khi cuối cùng Nhật Bản đã toàn tâm toàn ý áp dụng các biện pháp này thì tăng trưởng kinh tế đã được hồi phục còn giảm phát dần dần giảm. Vấn đề đối với các ngân hàng trung ương là họ rất khó xác định nên đưa bao nhiêu tiền vào hệ thống ngân hàng hoặc cần mua bao nhiêu cổ phiếu, họ luôn lo sợ sẽ "quá tay" khi thực hiện những việc này và khiến lạm phát càng thêm trầm trọng hơn. Trên thực tế, lạm phát tái xuất hiện rất chậm ở Nhật Bản, và chỉ thực sự xuất hiện rõ ràng khi giá dầu tăng vọt vào năm 2007. Tuy nhiên, người ta vẫn không thấy bất cứ dấu hiệu nào về một đợt lạm phát lớn và lợi nhuận trái phiếu vẫn ở mức thấp.

Xét tới hậu quả bong bóng thị trường chứng khoán những năm 1990 ở Hoa Kỳ, rõ ràng các quan chức đã suy nghĩ về trường hợp của Nhật Bản cũng như lịch sử những năm 1930. Tại Hoa Kỳ vào năm 2001, ban đầu giảm phát dường như còn là điều xa vời, mức lạm phát cơ bản (không tính tới lương thực và năng lượng) vẫn ở mức 1,8%. Nhưng lạm phát đã giảm mạnh vào năm 2002; đến năm 2003, nó đã giảm xuống dưới 1% và sau đó vẫn có chiều hướng tiếp tục giảm. Ngay lập tức, với sự phục hồi kinh tế chỉ rất mong manh, giảm phát dường như bắt đầu trở thành một mối đe dọa thực sự và hiện hữu ngay trước mắt. Cục Dự trữ Liên bang đã khẳng định rằng nước Mỹ sẽ chiếm thế chủ động trong việc ngăn chặn giảm phát nếu có thể và đối phó với giảm phát nếu cần

thiết. Chính quan điểm này đã khiến Cục Dự trữ Liên bang quyết định tiếp tục cắt giảm lãi suất vào năm 2002 - 2003, mặc dù nền kinh tế Hoa Kỳ khi đó đang bắt đầu phục hồi dẫu rằng tốc độ khá chậm. Giảm phát đã được kiểm soát như chúng ta sẽ thấy, nhưng đồng thời đã gieo mầm nguy cơ một bong bóng nhà ở. Trong chương sau, chúng ta sẽ tiếp tục câu chuyện về phản ứng của Hoa Kỳ trước sự bùng nổ bong bóng thị trường chứng khoán để chỉ làm bùng phát một bong bóng khác thậm chí còn nghiêm trọng hơn.

---

[22]. LPI: Land price index

[23]. M2 gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng, CD (Certificate of Deposit) là các chứng chỉ tiền gửi có kỳ hạn, thường là 30, 60 hay 90 ngày.

[24]. Đây nói về các quy định về vốn của các ngân hàng theo quy định của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế, trị sở tại Basle (Thụy Sĩ). Mặc dù thông thường vốn chủ sở hữu của một ngân hàng chỉ bao gồm những khoản góp vốn thực sự của các cổ đông, ở Nhật các ngân hàng lại được phép tính thêm vào vốn cả những khoản lợi nhuận trên giấy tờ của các khoản chứng khoán mà họ nắm giữ.

[25]. Kinh tế học Keynes là một học thuyết kinh tế vĩ mô dựa trên ý tưởng của nhà kinh tế học thế kỷ XX John Maynard Keynes. Học thuyết này cho rằng các quyết định của khu vực tư nhân đôi khi sẽ gây ra hậu quả tiêu cực về kinh tế vĩ mô và từ đó, ủng hộ các chính sách tích cực của khu vực công, bao gồm các quyết định về chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương và chính sách tài khóa của chính phủ để ổn định đầu ra của chu kỳ kinh doanh.

[26]. OECD Economic Outlook 75, Paris, 6/2004

[27]. B.R.Mitchell, International Historical Statistics: The Americas and Australasia, Macmillan, 1983.

[28]. Irving Fisher, Lý thuyết giảm phát nợ của thời kỳ suy thoái (Debt deflation theory of great depressions), Econometrica Vol.1, trang 327-357, 1933.

[29]. Tên một chính sách của Fed dưới thời Greenspan, theo đó Fed hạ lãi suất và bơm thanh khoản cho thị trường mỗi khi nguy cơ khủng hoảng xảy ra. Chính sách này được Fed áp dụng từ cuối những năm 1980 đến giữa năm 2000 – ND.

[30]. Một tham khảo có ích là bài phát biểu của Bernanke mang tên Giảm phát – đảm bảo sẽ không xuất hiện ở đây (Deflation – making sure it doesn't happen here) tại Câu lạc bộ Kinh tế gia, Washington D.C., 21/11/2002, đăng trên website của Fed www.Federalreserve.gov.

[31]. Xem Mitsuhiro Fukao, Căng thẳng tài chính và hướng về zero – kinh nghiệm Nhật Bản (Financial Strains and The Zero Bound: the Japanese experience), tài liệu nghiên cứu của Ngân hàng Thanh toán quốc tế, số 141, tháng 9/2003.

4. BONG BÓNG CHỨNG KHOÁN THẬP NIÊN 1990 VÀ THỜI KỲ TẠO LẠM PHÁT (23)

Một điều gần như chắc chắn rằng nếu không xảy ra bong bóng chứng khoán những năm 1990 thì nền kinh tế đã trở nên tốt đẹp hơn. Tuy nhiên theo ông Alan Greenspan, khi đó là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên Bang, sẽ khó có thể kiềm chế thị trường, đồng thời sẽ là một việc làm vô cùng nguy hiểm nếu cố tình làm xẹp bong bóng. Những người đối lập với ông phản đối rằng chính sách tiền tệ thắt chặt hơn vào 1997-1999 có thể kiểm soát bong bóng. Hơn nữa, họ cho rằng Greenspan đã phạm sai lầm khi gần như là một người cổ động chứng khoán. Trong giai đoạn 1997–2000, ông hầu như không quan tâm tới những thảo luận về hiện tượng "hồ hởi vô lý" trước đó, thay vì thế ông đề cao những ưu điểm của "nền kinh tế mới" và cho rằng không có lý do gì để nghi ngờ những định giá thị trường. [32]

Khi bong bóng vỡ tung vào năm 2001, Greenspan nhanh chóng quay sang giải quyết hậu quả. Và vào thời điểm đó, hậu quả mà bong bóng thị trường những năm 1990 gây ra nhẹ hơn nhiều lần so với Cuộc Suy thoái của Hoa Kỳ vào những năm 1930 hay so với những gì Nhật Bản phải trải qua gần đây. Cuộc khủng hoảng vào năm 2001 tại Hoa Kỳ ở mức khá nhẹ và tỷ lệ thất nghiệp chỉ tăng 2,5 điểm phần trăm. Thậm chí thị trường chứng khoán cũng không sụt giảm nghiêm trọng như hai cuộc khủng hoảng trước, ít nhất là nếu tính theo các chỉ số tổng quát hơn. Mức thấp nhất của chỉ số S&P 500 trên thị trường Hoa Kỳ vào năm 2002 chỉ giảm chưa đến 50% so với mức cao kỷ lục vào năm 2000, trong khi đó mức sụt giảm của Hoa Kỳ những năm 1930 và Nhật Bản những năm 1990 lên tới 80-90%. Tất nhiên cổ phiếu công nghệ không giữ vững tốt được như vậy. Ví dụ như chỉ số NASDAQ giảm tới 78%.

Mặc dù bong bóng sụp đổ nhưng vào năm 2002 nền kinh tế dần

được hồi phục và giai đoạn 2003-2007 mức tăng trưởng GDP trung bình đạt tới 2,8%. Tỷ lệ thất nghiệp tăng cao kỷ lục 6,3% vào tháng 7/2003 và sau đó giảm dần còn 4,4% vào năm 2006. Những diễn biến này khiến một số nhà quan sát khá ngạc nhiên, bởi vì họ cho rằng thời kỳ phục hồi kinh tế năm 2002 sẽ không có kết thúc tốt đẹp, hay nói cách khác, đó chỉ là mở đầu của một thị trường giá xuống mới và một thời kỳ suy giảm kinh tế khác. Rất nhiều người đã đề cập tới tâm lý của các nhà đầu tư, cho rằng khi một bong bóng nổ tung và tâm lý bong bóng thay đổi, sẽ rất bất bình thường nếu cổ phiếu dừng tuột dốc trước khi trở nên siêu rẻ. Điều này hoàn toàn đúng với hai thị trường giá xuống lớn nhất ở Hoa Kỳ vào thế kỷ XX, cụ thể là vào những năm 1930 và 1970, thời kỳ mà tỷ lệ P/E giảm xuống mức thấp kỷ lục là dưới 10, trái ngược với mức 15 vào năm 2002 (theo lợi nhuận kinh doanh). Tuy nhiên các thị trường giá xuống đó cũng trùng với những vấn đề kinh tế nghiêm trọng, đó chính là thời kỳ khủng hoảng và giảm phát những năm 1930 và cuộc khủng hoảng nghiêm trọng những năm 1970 cùng tình trạng lạm phát. Vào năm 2003, khi nền kinh tế và lợi nhuận tăng trưởng nhanh chóng, đồng thời lạm phát giữ ở mức dương vừa phải, các nhà đầu tư không có lý do nào phải bi quan.

Tôi cho rằng có hai lý do khiến thị trường siêu giảm giá không tiếp diễn. Lý do thứ nhất, trái ngược với thời kỳ những năm 1920 và trải nghiệm của Nhật Bản những năm 1980, bong bóng những năm 1990 tập trung hầu hết vào chứng khoán. Bất động sản thương mại hoặc nhà ở không tham gia nhiều, bởi vì vào thời kỳ sụt giảm kinh tế đầu những năm 1990, loại hình tài sản này đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng nên các nhà đầu tư trở nên cẩn trọng hơn. Giá bất động sản thương mại giai đoạn 2000-2002 tại Hoa Kỳ khá mềm, tỷ lệ cho thuê căn hộ dịch vụ và giá cho thuê đồng thời giảm. Tuy nhiên sự sụt giảm chỉ ở mức vừa phải và rất ít trường hợp lâm vào tình trạng cùng quẫn. Hệ thống ngân hàng hầu như không bị ảnh hưởng.

Trong khi đó, giá nhà ở vào thời kỳ bong bóng chứng khoán sụp đổ

tăng mạnh do lãi suất bị cắt giảm nhanh chóng. Chính vì thế, mặc dù bị ảnh hưởng nghiêm trọng do bong bóng chứng khoán sụp đổ, tổng mức tài sản của người tiêu dùng vẫn ở mức cao kỷ lục. Và điều này đóng vai trò quan trọng khi nền kinh tế bị sụt giảm khá nhẹ. Toàn bộ nguyên nhân của cuộc khủng hoảng ngắn hạn năm 2001 là do các công ty Hoa Kỳ cắt giảm lượng hàng lưu kho và các khoản đầu tư cố định, đặc biệt là các khoản đầu tư vào các phần mềm máy tính. Các khoản chi tiêu của người tiêu dùng tăng mạnh, một phần do giá nhà tăng cao.

Lý do thứ hai khiến bong bóng chứng khoán không gây ra một cuộc khủng hoảng nghiêm trọng là nhờ các phản ứng chính sách. Vào năm 1931 khi chính sách bị thắt chặt nhằm bảo vệ Bản vị Vàng [33], mức tăng lãi suất đã ảnh hưởng lớn tới nền kinh tế lúc đó đang trong tình trạng dễ bị tác động và dẫn tới Suy thoái. Cố gắng duy trì các hiệp định tiền tệ cố định là một sai lầm hay gặp và đáng buồn là thường xuyên bị lặp lại trong lịch sử tiền tệ. Chính phủ Hồng Kông cũng đã mắc phải những sai lầm tương tự giai đoạn 1997-1999 khi không chịu từ bỏ việc sử dụng đồng đô la Hồng Kông làm tiền tệ quy chiếu (với đô la Mỹ) mặc dù giá tài sản giảm mạnh và khủng hoảng trầm trọng xảy ra. Chính vì thế, giá bất động sản và chứng khoán liên tục giảm, Hồng Kông đã phải vật lộn trong một vài năm. Vào đầu những năm 1990 sai lầm của Nhật Bản là hành động quá chậm và quá thận trọng.

Giai đoạn 2001-2003 Cục Dự trữ Liên bang không có bất kỳ hiệp định tiền tệ nào cần tuân thủ, đồng thời cũng không phải lo lắng về lạm phát giá tiêu dùng. Và Cục Dự trữ Liên bang quyết tâm không mắc lại sai lầm trong quá khứ. Vào cuối những năm 1990, thực ra Cục Dự trữ Liên bang đã bắt đầu lo lắng về lạm phát nhưng khi khủng hoảng xảy ra vào năm 2001, mối quan tâm phải chuyển sang nguy cơ giảm phát. Trong khi đó, Tổng thống Bush đã thắng cử nhờ cam kết sẽ giảm thuế. Những cắt giảm này vốn được coi là truyền thống “trọng cung” kiểu Reagan, được đưa ra nhằm kích thích các doanh nghiệp và tăng trưởng. Nhưng vào đầu năm 2001, khi Tổng thống George Bush nhậm chức,

tính cấp thiết của việc giảm thuế chuyển thành yêu cầu cần phải khởi động nền kinh tế. Toàn bộ gói kích thích tài khóa (fiscal stimulus) của chính phủ giai đoạn 2002-2003 rốt cuộc lên tới hơn 3% GDP, mức cao nhất trong lịch sử.

Đã có lúc dường như gói kích thích khổng lồ này vẫn chưa phải là đủ. Mặc dù đồng đô la không bị hạn định trong bất kỳ hệ thống ngoại hối nào nhưng nó vẫn luôn duy trì ở mức cao vào năm 2001, chính vì thế mà tỷ giá không đóng góp gì nhiều trong việc giải quyết tình hình. Thông thường chính sách nới lỏng tiền tệ hiệu quả một phần nhờ đồng tiền yếu hơn, nhưng đồng đô la đã phản ứng quá chậm, mãi tới năm 2002-2003 mới bắt đầu giảm. Trong khi đó, cổ phiếu giảm tới mức thấp kỷ lục vào tháng 10 năm 2002, phục hồi một chút và sau đó lại giảm xuống mức thấp vào tháng 3 năm 2003. Vụ tấn công khủng bố ngày 11 tháng 9 năm 2001 khiến cả thế giới bị choáng váng và dường như đe dọa khả năng phục hồi kinh tế. Cục Dự trữ Liên bang phản ứng trước cú sốc này bằng cách cắt giảm lãi suất mạnh hơn và từ năm 2002, nền kinh tế bắt đầu từ từ hồi phục. Tuy nhiên đầu năm 2003 tốc độ tăng trưởng bị hạn chế do những e ngại về chiến tranh Iraq và giá dầu cao. Bên cạnh đó mọi người vẫn luôn nghi ngờ về khả năng duy trì hồi phục.

Một vài năm sau đó đã chứng minh những nghi ngờ này là sai. Không chỉ Hoa Kỳ phục hồi nhanh và mạnh mà cả nền kinh tế thế giới cũng phát triển vượt bậc. Các thị trường chứng khoán châu Âu đã phải trải qua thời kỳ bong bóng và thời kỳ suy giảm nghiêm trọng như Hoa Kỳ giai đoạn 1997-2003. Nhưng mặc dù nền kinh tế châu Âu phục hồi chậm hơn Hoa Kỳ, giai đoạn 2005-2006 châu Âu lại bắt đầu khởi sắc. Tuy vậy, điều ngạc nhiên lớn nhất có lẽ là tốc độ tăng trưởng kinh tế ở các nước mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc và Ấn Độ. Chính điều này đã góp phần tạo nên tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ ở Nhật Bản và Đông Á bởi vì cuối cùng các quốc gia này cũng phục hồi sau những dư chấn do bong bóng vỡ tung. Giai đoạn 2004-2007 trở thành 3 năm tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ nhất trên thế giới kể từ đầu những năm 1970.

Tuy nhiên, mặc dù bong bóng chứng khoán và những phản ứng chính sách sau đó không gây ra thảm họa mà mọi người lo sợ nhưng đã để lại ba hệ lụy lớn, mà mỗi hệ lụy vẫn tồn tại cho tới ngày hôm nay. Thứ nhất, bong bóng và giai đoạn khủng hoảng đã khiến mức lương hưu bị sụt giảm trầm trọng và hầu như phá hủy hệ thống hưu trí đã được xác lập tại Hoa Kỳ và Anh quốc. Thứ hai, bong bóng chứng khoán khiến những bất cân bằng của nền kinh tế Hoa Kỳ ngày càng trầm trọng – đặc biệt là tỷ lệ tiết kiệm thấp và thâm hụt tài khoản vãng lai cao – sự bất cân bằng này kéo dài tới những năm 2000 và là một đe dọa lớn cho Hoa Kỳ và nền kinh tế thế giới. Cuối cùng, lãi suất thấp được đưa ra nhằm đối phó với thời kỳ chứng khoán sụt giảm lại là nguyên nhân của những biến dạng lớn trên thị trường và bong bóng nhà ở.

LƯƠNG HƯU TRONG THỜI KỲ KHỦNG HOẢNG

Các thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và châu Âu phục hồi sau khi trải qua nhiều mức thấp vào năm 2002-2003, mặc dù mãi tới năm 2007 các thị trường mới trở lại mức đỉnh của năm 2000 nhưng dường như ngay lập tức sau đó chứng khoán lại tuột dốc do xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính và nhà ở. Thế nhưng suốt những năm bong bóng chứng khoán, rất nhiều người lập ra những kế hoạch do kỳ vọng rằng chứng khoán sẽ tiếp tục tăng từ mức cao đã có. Khi thị trường chứng khoán lâm vào khủng hoảng, các khoản lợi nhuận tương lai mà mọi người vẫn mong chờ hoàn toàn biến mất. Nếu S&P 500 tiếp tục đạt mức lợi nhuận hàng năm 5% từ tháng 3 năm 2000 (thấp hơn nhiều lần so với mức tăng nổi bật những năm trước đó) thì chỉ số này đã đạt mức 2.300 vào tháng 10 năm 2008 (thực tế vào thời điểm này chỉ số trên chỉ đạt 1.000 điểm!), đồng thời NASDAQ đã lên tới hơn 7.500 chứ không phải chỉ khoảng 2.000. FTSE 100 sẽ ở mức hơn 10.000 thay vì chỉ có 4.000.

Lợi nhuận dưới mức này đã khiến các khoản đầu tư dài hạn của rất nhiều người bị xáo trộn, mà bị ảnh hưởng rõ ràng nhất chính là các quỹ hưu bổng. Lương hưu bị khủng hoảng do hai lý do. Lý do thứ nhất là bởi đặc điểm nhân khẩu học, cụ thể là tuổi thọ ngày càng tăng trong khi

tỷ lệ sinh thấp, chính vì thế tỷ lệ người lao động ngày cảng giảm so với số người về hưu ngày càng tăng. Lý do thứ hai là những ảnh hưởng kéo dài của bong bóng chứng khoán những năm 1990. Dưới bất kỳ hình thức quỹ hưu bổng nào, cho dù đó là quỹ hưu bổng cá nhân hay của một công ty, bong bóng và những sụt giảm trên thị trường chứng khoán đều gây nên nhiều vấn đề lớn.

Chỉ có trong một thế giới lý tưởng, lương hưu sẽ không bị ảnh hưởng bởi các bong bóng. Lương hưu là các hợp đồng tài chính siêu dài hạn mà các cá nhân hoặc các chủ doanh nghiệp đóng góp vào một quỹ đầu tư trong một vài thập kỷ và sau đó nhận trợ cấp có thể trong hai hoặc ba thập kỷ sau đó. Các nhà quản lý lương hưu lẽ ra phải có khả năng đầu tư dài hạn và có đủ điều kiện để dễ dàng tồn tại sau những bong bóng bất thường, thậm chí có thể kiếm lợi nhuận bằng cách kiểm soát các bong bóng đó và dừng lại đúng lúc. Nhưng thực tế không như thế trong một vài năm qua. Vậy thì ở đây có vấn đề gì?

Vấn đề cơ bản là các công ty lợi dụng bong bóng để "né tránh thanh toán" [34], thay vì góp thêm quỹ lương hưu vào những thời điểm làm ăn thành công, họ lại cắt giảm các khoản đóng góp. Hành vi này đôi khi còn được khích lệ thêm bởi vì chính phủ không tán thành các khoản lương hưu "quá mức". Thường các khoản đóng góp dưới dạng hưu bổng là một phần của lợi nhuận trước thuế, chính vì thế có thể bị coi là một dạng của trốn thuế. Ở Hoa Kỳ, vấn đề này càng trầm trọng hơn do chính phủ đưa ra quyết định "tấn công bất ngờ" vào kế hoạch trả lương hưu từ năm 1998, lần đầu tiên thu nhập cổ tức bị đánh thuế.

Tất nhiên né tránh thanh toán lương hưu đồng nghĩa với việc lợi nhuận đạt được cao hơn, vì thế tỷ lệ P/E của cổ phiếu giảm và có thể góp phần vào lạm phát bong bóng chứng khoán. Tại Hoa Kỳ, các quy tắc kế toán không những khiến việc trốn thanh toán là điều hoàn toàn có thể, bên cạnh đó còn có thể báo cáo lợi nhuận cao hơn, đơn giản bằng cách tăng lợi nhuận kỳ vọng của các quỹ hưu bổng hiện tại [35].

Trong những năm bong bóng, rất nhiều người dự đoán rằng mức lợi nhuận đầu tư sẽ tăng tới hai con số mặc dù mức lạm phát tổng thể giảm. Thông thường lạm phát tổng thể giảm đồng nghĩa lợi nhuận đầu tư cũng giảm theo.

Sau khi thị trường chứng khoán suy sụp, rất nhiều kế hoạch hưu bổng ấn định thiếu vốn đầu tư nghiêm trọng. Vào tháng 2/2004, sau khi chỉ số S&P 500 tăng trở lại mức 1.100, các công ty được dự đoán có thể sẽ bị thâm hụt toàn diện khoảng 350 tỷ đô la [36]. Các công ty Anh phải đối mặt với nhiều vấn đề lớn hơn, với mức thâm hụt ước tính vào khoảng 100 tỷ bảng vào cuối năm 2003 [37]. Những năm sau đó, mức thâm hụt này giảm đi nhờ chứng khoán tăng cao và các công ty đóng góp hưu bổng nhiều hơn. Tuy nhiên một lần nữa chứng khoán lại bị sụt giảm giai đoạn 2007-2008 khiến kế hoạch hưu bổng bị đe dọa.

Tính toán mức độ thiếu hụt vốn đầu tư (underfunding) phụ thuộc vào nhiều giả định khác nhau, mà điều không rõ ràng nhất chính là lợi nhuận của các khoản đầu tư trong tương lai. Trong giai đoạn bong bóng chứng khoán, mọi người đều rất lạc quan, từ các công ty tới các nhà quản lý trong chính phủ. Rất nhiều công ty vẫn muốn duy trì thái độ lạc quan để ít nhất họ có thể trì hoãn các khoản thanh toán phải thực hiện. Các công ty Hoa Kỳ như thường lệ vẫn cho rằng lợi nhuận thị trường chứng khoán sẽ vào khoảng 8-10%. Mức lợi nhuận đó không phải không thể đạt được, và thực tế là có thể với mức thị trường chứng khoán thấp hơn ngày nay so với trong giai đoạn bong bóng khi đó, nhưng đó vẫn là một con số quá cao.

Trong khi đó, có áp lực ngày càng tăng từ các chuyên gia kế toán và những nhà quản lý, rằng cần phải dè dặt về mức lợi nhuận kỳ vọng. Điều này một phần cho thấy sự phản ứng trước bong bóng là tập trung vào việc tính toán một cách thận trọng. Nhưng theo quan điểm của chính phủ, cũng có một mối lo ngại là nếu các công ty không đầu tư đầy đủ vào kế hoạch trả hưu bổng và sau đó bị phá sản, cuối cùng chính

phủ sẽ phải cứu trợ những người được hưởng lương hưu bằng tiền của người đóng thuế.

Lương hưu của các doanh nghiệp Hoa Kỳ được bảo vệ bằng một kế hoạch bảo hiểm được gọi là Công ty Đảm bảo Phúc lợi Lương hưu (Pension Benefit Guarantee Corporation – PBGC). Được thành lập vào năm 1974, công ty này đảm bảo các điều khoản lương hưu cơ bản cho khoảng 44 triệu người Mỹ. Tuy nhiên vào năm 2007, mặc dù đã thu phí bảo hiểm trong 33 năm nhưng công ty bị thâm hụt lên tới 18,1 tỷ đô la. Bên cạnh đó PBGC cảnh báo rằng số thâm hụt lương hưu ở các công ty yếu kém có thể lên tới 73 tỷ đô la [38]. Các con số này phản ánh tình hình vào tháng 9, cuối năm tài khóa 2007, thời kỳ xấp xỉ mức đỉnh điểm trên thị trường chứng khoán trước đợt sụt giảm mới nhất và trước khi xảy ra một cuộc khủng hoảng. Hiện tại tình hình đang ngày càng trầm trọng.

Tại Anh, sau khi bong bóng sụp đổ, chính phủ đã hình thành một tổ chức mới với tên Quỹ Bảo vệ Lương hưu (Pension Protection Fund – PPF), tương tự như PBGC nhằm bảo vệ hơn 18.000 kế hoạch hưu bổng (pension schemes) vẫn đang mở. Nhưng trước đó, khi chưa có một kế hoạch như vậy, khoảng 60.000 người bị mất toàn bộ hoặc một phần quỹ lương hưu của họ vào những năm đầu của thế kỷ XXI khi các công ty bị phá sản với các kế hoạch không được cung cấp đủ vốn. Chính phủ Anh cuối cùng buộc phải đưa ra một kế hoạch đền bù đặc biệt, nhưng họ chỉ đền bù một phần [39].

Về phía các công ty không cung cấp đủ vốn cho các quỹ lương hưu, có ba phương án giải quyết. Họ có thể đầu tư nhiều tiền hơn vào quỹ; hay giảm mức lương phải trả bằng cách nào đó; hoặc họ có thể hy vọng rằng các thị trường chứng khoán sẽ diễn biến tốt trong những năm tiếp theo. Rất nhiều công ty phải phụ thuộc vào cả ba yếu tố này. Hầu hết các công ty tăng các khoản đóng góp và quỹ lương hưu trong những năm gần đây, một sự thay đổi lớn sau những thời kỳ né tránh trong

những năm bong bóng. Điều này chứng tỏ lợi nhuận bị sụt giảm và có thể khiến các khoản đầu tư bị chậm lại trong một thời gian, ít nhất là ở Anh. Liên đoàn các doanh nghiệp Anh [40] giai đoạn 2003-2004 đã từng tranh luận rằng một lý do quan trọng gây nên tình trạng đầu tư kinh doanh yếu kém ở Anh chính là do yêu cầu đòi hỏi các công ty phải tăng các khoản đóng góp hưu bổng [41]. Các khoản đầu tư của Hoa Kỳ cũng chỉ hồi phục chậm do các công ty tập trung vào việc tăng các khoản đóng góp hưu bổng và cải thiện bảng cân đối kế toán sau những dư chấn của thời kỳ bong bóng. Một số công ty vay nợ mới để tăng lượng tiền mặt cho các kế hoạch hưu bổng của mình, nhưng hành động này chỉ có hiệu quả nếu các nhà quản lý quỹ hưu bổng có thể tạo ra lợi nhuận cao hơn so với lãi suất khoản vay.

Một số công ty tìm cách giảm mức lương hưu phải trả. Nói chung, các khoản lương hưu thu được sau khi phục vụ đến thời điểm hiện tại không thể bị thay đổi. Nhưng những kế hoạch trong tương lai có thể được điều chỉnh để ít tốn kém hơn. Một số công ty cũng đang tìm cách để cắt giảm "phúc lợi phụ cấp," ví dụ như bảo hiểm y tế tư nhân. Cuối cùng hầu hết các công ty cũng như chính phủ và các nhà quản lý mong ước và hi vọng rằng lợi nhuận đầu tư sẽ trở nên tốt hơn trong những năm sau để vấn đề có thể được khắc phục dần dần.

Nhưng nếu các thị trường chứng khoán không được tốt như vậy, rất nhiều công ty sẽ phải đối mặt với tình trạng lợi nhuận sụt giảm liên tục và một số công ty non yếu với những kế hoạch hưu bổng lớn sẽ dẫn đến thất bại. Bị ảnh hưởng nhiều nhất chính là các công ty thuộc những ngành lâu năm, ví dụ như các công ty ô tô hoặc thép tại Hoa Kỳ. Trong bối cảnh tồi tệ nhất, nếu thị trường chứng khoán không hồi phục trong 10 hoặc hơn 10 năm, vấn đề có thể vô cùng khủng khiếp. Bởi vậy, ảnh hưởng do khủng hoảng tài chính và nhà ở trên thị trường chứng khoán đóng vai trò lớn đối với lương hưu.

Trong khi đó các kế hoạch hưu bổng ấn định, nghĩa là chủ doanh

nghiệp và/hoặc nhân viên đóng góp tiền vào một kế hoạch để đầu tư vào thị trường, cũng như các kế hoạch hưu bổng cá nhân (như kế hoạch 401K tại Hoa Kỳ) cũng không đáng kể như mong đợi. Rất nhiều người chuẩn bị về hưu thấy rằng khoản hưu trí họ nhận được thấp hơn nhiều so với mong đợi. Hơn nữa, nếu họ muốn mua trợ cấp hàng năm (annuity) thì lãi suất sẽ thấp hơn so với thời kỳ những năm bong bóng chứng khoán bởi vì lãi suất chung cũng đều giảm. Mọi người phải đứng trước lựa chọn hoặc là chấp nhận mức sống thấp hơn so với mong đợi hoặc là làm việc lâu hơn.

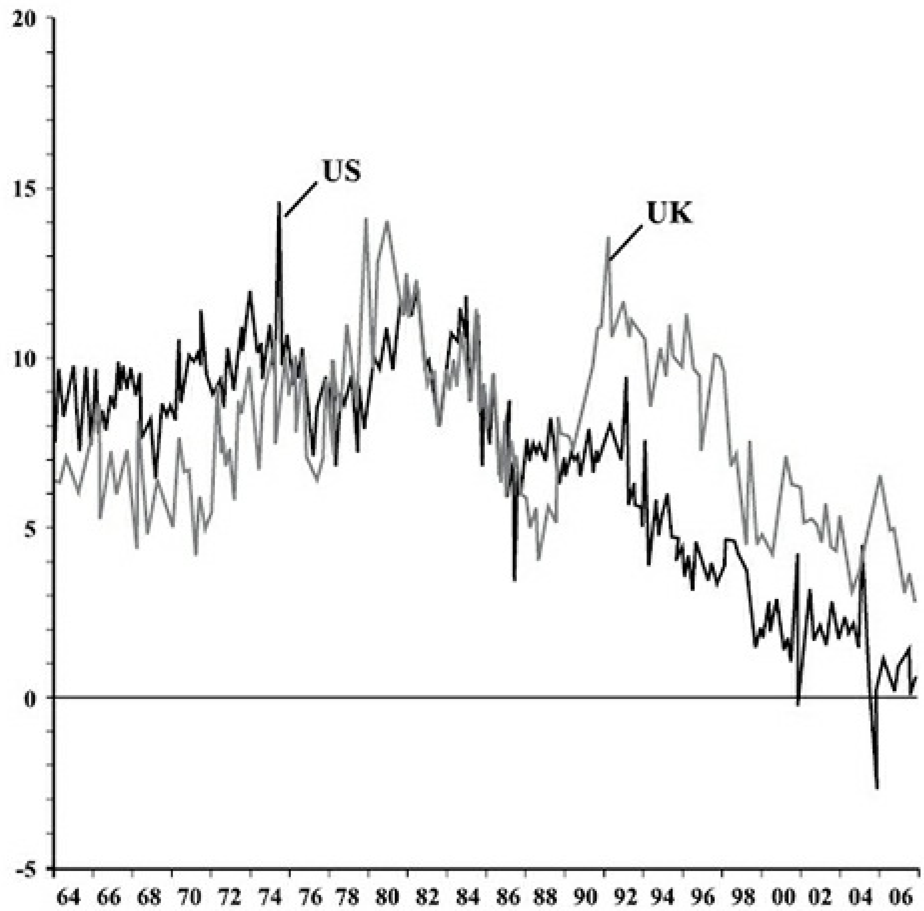
Ở Anh xuất hiện một vấn đề đặc biệt liên quan đến một loại đầu tư được gọi là vay thế chấp trợ cấp (endowment mortgage). Về lý thuyết ý tưởng này nghe có vẻ khá hay và các sản phẩm này được bán rộng rãi vào những năm 1980 và đầu những năm 1990. Thay vì thanh toán thế chấp hàng tháng theo kiểu thông thường bao gồm lãi suất và một phần nợ gốc, thì trong sản phẩm này người vay (chủ nhà) chỉ phải trả lãi suất khoản vay thế chấp, ngoài ra phải đóng góp vào một quỹ đầu tư (phần trợ cấp – endowment) mà được kỳ vọng là sẽ đủ lớn để thanh toán toàn bộ thế chấp vào thời điểm đáo hạn, thường là sau 25 năm. Thực ra có rất nhiều người được cho là sẽ trả thêm các khoản tiền thưởng bằng tiền mặt lớn.

Vấn đề là khi khởi động các khoản đầu tư này thì lạm phát phổ biến ở mức 7-12% và vì thế hoàn toàn hợp lý khi dự đoán lãi suất đầu tư vào khoảng 10-15% hoặc hơn thế. Tuy nhiên, kể từ đó lạm phát và lãi suất giảm, nên lợi nhuận đầu tư cũng thấp hơn nhiều. Bong bóng những năm 1990 đã che khuất vấn đề trong một thời gian bởi vì lợi nhuận đạt được quá lớn. Nhưng sau khi thị trường chứng khoán sụp đổ, các khoản thâm hụt lộ rõ. Ước tính khoảng 75% trợ cấp sẽ không thể thanh toán hết các khoản thế chấp liên quan, chính vì thế chủ nhà cần nghĩ tới các khoản tiết kiệm khác hoặc gia hạn các khoản thế chấp của họ. Rất nhiều người cho rằng các sản phẩm này được bán ra thị trường một cách không hợp lý. Có thể là vậy nếu mọi người không nhận ra những rủi ro đầu tư liên

quan, mặc dù những người nắm giữ trợ cấp không nhất thiết phải để tuột mất tất cả do họ đã trả lãi suất thấp hơn nhiều so với kỳ vọng ban đầu. Tuy vậy, do các sản phẩm này đáo hạn trong vòng 10 hoặc hơn 10 năm tới, một số chủ nhà sẽ gặp khó khăn nghiêm trọng, đặc biệt là nếu giá nhà của họ giảm mạnh.

TỶ LỆ TIẾT KIỆM QUÁ THẤP

Hệ lụy thứ hai của bong bóng thị trường chứng khoán là tỷ lệ tiết kiệm bị sụt giảm, cả tỷ lệ tiết kiệm của các hộ gia đình và của toàn bộ đất nước. Tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình đã trên đà sụt giảm vào đầu những năm 1990 nhưng khi bong bóng chứng khoán xảy ra, tỷ lệ này còn tuột dốc nhanh và mạnh hơn nữa (xem biểu đồ 4.1).



(Biểu đồ 4.1)
Tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình

Có một giai đoạn tình trạng chứng khoán sụt giảm dừng lại, nhưng sau đó tiếp tục đi xuống khi bong bóng nhà ở xảy ra. Tại Úc và New Zealand, tỷ lệ tiết kiệm thực ra đã đi vào vùng âm vào thời kỳ bong bóng nhà ở, trong khi tại Hoa Kỳ tỷ lệ tiết kiệm giảm đặc biệt mạnh khi bong bóng nhà ở đạt tới đỉnh điểm.

Không khó khăn gì để hiểu nguyên nhân dẫn tới tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình bị sụt giảm trong 10 năm qua. Khi giá tài sản và sự giàu có đang ở mức cao, đồng thời các điều kiện giai đoạn đó vô cùng tốt đẹp thì tại sao cần phải tiết kiệm? Nhưng về lâu dài, tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình có xu hướng đạt mức trung bình vào khoảng 6-10%. Bắt đầu từ mức rất thấp vào năm 2008, việc vội vàng quay trở lại khoảng 6-10%

này có thể sẽ hạn chế trầm trọng nền kinh tế. Và rất có thể sẽ là một cuộc khủng hoảng lớn. Tồn tại trong một thời gian dài, điều này đồng nghĩa mức chi tiêu của người tiêu dùng tăng trưởng chậm, vì thế tiềm tàng nguy cơ tăng trưởng GDP tổng thể cũng ở mức thấp, nhưng nó không nhất thiết gây nên một cuộc khủng hoảng mạnh. Những ảnh hưởng tới toàn bộ nền kinh tế phụ thuộc vào việc liệu các nguồn nhu cầu khác có phát triển để bù vào khoản thiếu hụt hay không.

Điều này khiến chúng ta cần suy nghĩ về tỷ lệ tiết kiệm tổng thể của cả quốc gia. Một nền kinh tế khỏe mạnh cần cân bằng về tổng mức tiết kiệm và lượng đầu tư vào nền kinh tế. Nếu đầu tư lớn hơn tiết kiệm, quốc gia đó sẽ bị thâm hụt tài khoản vãng lai và phải mượn tiền từ nước ngoài. Điều này là những gì xảy ra tại Hoa Kỳ, bắt đầu với bong bóng thị trường chứng khoán. Trong thời kỳ bong bóng, tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình giảm nhưng tỷ lệ tiết kiệm doanh nghiệp cũng giảm. Các công ty quá khích do giá trị chứng khoán của họ gia tăng, vì thế họ mượn nhiều tiền hơn để đầu tư (đồng nghĩa với việc giảm tiết kiệm). Tình trạng thâm hụt tiết kiệm khu vực tư nhân này có thể đã được bù đắp nếu chính phủ Hoa Kỳ duy trì thặng dư trong ngân sách. Tuy nhiên, mặc dù chính phủ có thặng dư trong một giai đoạn vào năm 1999-2000 nhưng khoản thặng dư quá nhỏ nên không thể bù lại mức thâm hụt khu vực tư nhân. Chính vì vậy, thâm hụt tài khoản vãng lai tăng tới hơn 4% GDP vào năm 2000.

Khi bong bóng chứng khoán sụp đổ như đã trình bày trên đây, tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình không giảm như mong đợi mà chỉ chững lại một giai đoạn. Tuy nhiên thâm hụt doanh nghiệp nhanh chóng chuyển thành thặng dư. Thực tế, chính sự sụt giảm đột ngột mức chi tiêu đầu tư kinh doanh và cơ cấu kho hàng đã gây ra khủng hoảng. Sau đó khi nền kinh tế bắt đầu hồi phục, các công ty vẫn cẩn trọng, không đi vay trong khi đang cải thiện bảng cân đối kế toán và bắt đầu bổ sung vào các kế hoạch hưu bổng mà thay vào đó họ dựa vào lợi nhuận để đầu tư mới. Chính vì thế, toàn bộ tỷ lệ tiết kiệm khu vực tư nhân được cải thiện

trong một thời gian. Trong khi đó, chính phủ bị thâm hụt trầm trọng. "Các biện pháp ổn định tự động" thông thường của nền kinh tế bắt đầu phát huy tác dụng, khi tiền thuế giảm và trợ cấp thất nghiệp cũng như phúc lợi xã hội tăng, nhưng thâm hụt cũng tăng vọt khi chính quyền Bush đưa ra gói kích thích tài khóa lớn nhất trong lịch sử [42] .

Thâm hụt tài khoản vãng lai luôn đơn giản là tổng số thâm hụt của chính phủ, doanh nghiệp và các hộ gia đình. Chính vì thế sau khi hồi phục ngắn giai đoạn khủng hoảng 2001, mức thâm hụt một lần nữa tăng cao tới hơn 6% GDP khi bong bóng nhà ở lên tới đỉnh điểm vào năm 2006. Tất nhiên, thâm hụt cần được tài trợ và thâm hụt ở mức độ này đòi hỏi mức tài trợ vô cùng lớn. Có hai yếu tố đặc biệt trong cách mà thâm hụt Hoa Kỳ được tài trợ có liên quan tới câu chuyện của chúng ta. Một là, có một khối lượng tài chính khổng lồ được tài trợ bởi các chính phủ nước ngoài (chứ không phải khu vực tư nhân), đặc biệt là Nhật Bản, Trung Quốc và một số quốc gia châu Á khác, hầu hết tích lũy các khoản nợ chính phủ của Hoa Kỳ. Họ làm như vậy để tránh trường hợp đồng tiền của họ bị tăng giá, nguyên nhân mà họ sợ có thể khiến tăng trưởng kinh tế của họ bị chậm lại. Họ vẫn cố gắng thoát khỏi những dư chấn sau khi bong bóng Nhật Bản và châu Á nổ tung và lo sợ tăng trưởng xuất khẩu sẽ bị hạn chế. Nhật Bản đã can thiệp mạnh mẽ giai đoạn 2004-2005 nhằm ngăn chặn tình trạng đồng Yên tăng quá xa, đồng thời tích lũy đồng đô la. Sau đó đến Trung Quốc can thiệp mạnh để tránh đồng Nhân dân tệ tăng quá nhanh. Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc tăng từ 165 tỷ đô la vào cuối năm 2000 lên tới mức đáng kinh ngạc 1.808 tỷ đô la vào giữa năm 2006.

Yếu tố đặc biệt thứ hai trong cách tài trợ cho các thâm hụt tài sản vãng lai của Hoa Kỳ trong những năm gần đây chính là vai trò của nợ thế chấp (mortgage debt). Trước đây một quốc gia có thể tài trợ cho một thâm hụt tài khoản vãng lai bằng việc thu hút người nước ngoài gửi tiết kiệm vào ngân hàng. Sau đó các ngân hàng sẽ cho các doanh nghiệp và các hộ gia đình trong nước vay tiền. Điều này đã xảy ra nhưng như

chúng ta sẽ thấy, một lượng lớn vốn tài chính được cung cấp thông qua thị trường vốn. Các khoản thế chấp được tập hợp lại và sau đó bán trực tiếp cho các tổ chức nước ngoài dưới dạng chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp (Mortgage-backed securities, hay MBS). Chính vấn đề với các chứng khoán này và một số hình thức phát sinh đặc biệt hơn của chúng đã gây ra cuộc khủng hoảng tài chính vào năm 2007.

Đồng đô la tăng mạnh trong thời kỳ bong bóng thị trường chứng khoán. Vào giai đoạn đỉnh điểm năm 2000 người Mỹ cần chưa đến 85 xu để mua một Euro và chỉ 1 đô 40 xu để mua một bảng Anh. Việc định giá quá mức này có thể coi là một phần của quá trình tạo thâm hụt tài khoản vãng lai. Chính những thay đổi của tỷ lệ tiết kiệm cơ bản là nguyên nhân chủ yếu của quá trình như đã được miêu tả bên trên, nhưng những thay đổi của tỷ giá hối đoái đã làm thay đổi mức xuất nhập khẩu và vì thế làm thay đổi mức cân bằng thương mại. Đồng đô la mạnh sẽ khiến việc xuất khẩu đắt hơn và nhập khẩu rẻ hơn, chính vì thế gây nên những biến động về vị thế thương mại.

Do kết quả của hai bong bóng chứng khoán và nhà ở, năm 2007 tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình của nền kinh tế Hoa Kỳ rơi xuống mức thấp nhất và thâm hụt tài khoản vãng lai cao nhất trong lịch sử. Hầu hết các thiệt hại đều đã xảy ra trong giai đoạn bong bóng chứng khoán, nhưng sự bất cân bằng càng trở nên nghiêm trọng hơn khi bong bóng nhà ở lan rộng. Những bất cân bằng này không tồn tại mãi mãi. Chúng có thể tồn tại trong một thời gian dài, miễn là các tổ chức nước ngoài sẵn sàng cung cấp tài chính và lòng tin vào nền kinh tế Hoa Kỳ được duy trì, nhưng chúng sẽ không tồn tại mãi mãi. Thâm hụt tài khoản vãng lai đã bắt đầu được cải thiện và tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình cũng có thể sẽ tăng theo thời gian. Khi câu chuyện kết thúc, chúng ta sẽ thấy rằng cách mà hai bất cân bằng này điều chỉnh đóng vai trò lớn trong diễn biến kinh tế của cả Hoa Kỳ và thế giới trong những năm tới.

LÃI SUẤT QUÁ THẤP

Hệ lụy thứ ba của bong bóng và bùng nổ chứng khoán chính là lãi

suất bị giữ ở mức vô cùng thấp. Giai đoạn 2002-2003 lãi suất liên bang (Federal funds rate) [43] bị cắt giảm xuống chỉ còn 1%, do Cục Dự trữ Liên Bang của Greenspan lo sợ những hậu quả của một nền kinh tế yếu kém và giá chứng khoán sụt giảm. Vào năm 2003 như đã trình bày trên đây, mọi người lo sợ tình trạng giảm phát bởi vì lạm phát dường như giảm xuống dưới mức 1%. Tuy nhiên về lâu dài, lãi suất chính thức thường vào khoảng 2-3% trên mức lạm phát, hay vào khoảng 4-5% nếu Cục Dự trữ Liên bang đặt mục tiêu lạm phát 2%. Cuối cùng, vào tháng 7 năm 2004, Cục Dự trữ Liên bang lại một lần nữa bắt đầu tăng lãi suất, nhưng chỉ tăng rất từ từ, rõ ràng nhằm tránh những bất ổn bất ngờ trên thị trường.

Trước đây, các chính sách thắt chặt của Hoa Kỳ thường phản tác dụng với các thị trường tài sản. Trải nghiệm trực tiếp đầu tiên của chủ tịch Greenspan về vấn đề này là cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán tháng 10 năm 1987; ông mới chỉ nhậm chức chủ tịch một vài tuần trước đó vào tháng 8. Cục Dự trữ Liên bang đã bắt đầu tăng lãi suất vào đầu năm và các thị trường trái phiếu sụt giảm vào đầu mùa hè. Nhưng chứng khoán tăng mạnh vào khoảng tháng 1 và tháng 8, và tăng ngày càng mạnh do nền kinh tế phát triển và lợi nhuận ngày càng tăng. Cuộc khủng hoảng bất ngờ vào tháng 10 khiến thị trường Hoa Kỳ giảm tới 30% chỉ trong hai ngày giao dịch thực sự là một cú sốc lớn. Đây là lần đầu tiên Greenspan phải trải nghiệm những khó khăn trong việc quản lý thắt chặt tiền tệ, đặc biệt là trong thời kỳ bong bóng. Một khi đã chắc chắn rằng khủng hoảng thị trường năm 1987 không ảnh hưởng nhiều tới các khu vực bên ngoài Phố Wall và nền kinh tế vẫn khỏe mạnh thì một chương trình thắt chặt mới sẽ bắt đầu. Lãi suất tăng cao, lên tới đỉnh điểm vào đầu năm 1989, thời điểm mà nền kinh tế bắt đầu chậm lại. Nhưng mặc dù lãi suất giảm dần vào năm 1980 và 1990, nền kinh tế vẫn rơi vào khủng hoảng cuối năm 1990. Một phần lý do là vụ xâm lược Kuwait của Saddam Hussein khiến giá dầu tăng vọt. Nhưng những số liệu chỉ ra rằng nền kinh tế đã bắt đầu rơi vào khủng hoảng

cho thấy chính sách được nới lỏng quá chậm [44].

Lần tiếp theo Greenspan thắt chặt chính sách là vào năm 1994 khi nền kinh tế nổi lên từ cuộc khủng hoảng 1990-1991. Vào cuối năm 1993 nền kinh tế rõ ràng đang tăng tốc và Cục Dự trữ Liên bang đã tăng lãi suất 3 điểm phần trăm chỉ trong hơn một năm. Vào năm 1987, thị trường trái phiếu phản ứng mạnh (mặc dù thời gian này thị trường chứng khoán đã bình ổn hơn). Lợi nhuận trái phiếu đã giảm từ mức hơn 9% giai đoạn đầu cuộc khủng hoảng xuống mức thấp chỉ 5% cuối năm 1993. Nhưng khi Cục Dự trữ Liên bang bất ngờ tăng lãi suất vào năm 1994, lợi nhuận tăng mạnh trở lại mức 8% chỉ trong chưa đầy một năm. Biến động trên thị trường trái phiếu này là một dấu ấn kéo dài đối với Cục Dự trữ Liên bang, và đó gần như chắc chắn là lý do khiến Cục Dự trữ Liên bang chỉ chọn cách tiếp cận rất thận trọng trong giai đoạn 2004-2006. Cục Dự trữ Liên bang kết luận rằng trước đây họ đã không đưa ra những báo hiệu thích hợp về những thay đổi lãi suất và sau đó hành động quá vội vàng.

Vào năm 2004, Cục Dự trữ Liên bang cố gắng thực hiện một cách tiếp cận khác. Họ đã đợi tới khi nền kinh tế rõ ràng đang hồi phục và các bất ổn chính trị liên quan tới khủng bố và chiến tranh Iraq đã qua đi. Bên cạnh đó họ ra hiệu trước một cách rõ ràng rằng lãi suất sẽ sớm tăng. Cuối cùng họ tuyên bố chắc chắn, mà tôi xin được sử dụng câu thần chú thường xuyên được nhắc lại của chủ tịch Greenspan rằng: “Những điều chỉnh chính sách sẽ kết thúc với tốc độ được xác định một cách cẩn trọng.” Thực tế tốc độ được xác định ở đây là mức tăng lãi suất 0,25% sau mỗi cuộc họp chính sách, thường là 6 tuần một lần. Trong hai năm cho tới tháng 6 năm 2006, các nhà đầu tư dần trở nên quen với nhịp độ tăng lãi suất sau mỗi cuộc họp và lãi suất được tăng tới 5,25%. Cách tiếp cận rất rõ ràng này đã giúp kiềm chế cả thị trường chứng khoán và cổ phiếu mà không gây nhiều biến động, trái ngược với những trải nghiệm trước đó. Tuy nhiên, giờ đây mọi việc đã trở nên rõ ràng rằng lãi suất tăng quá chậm và quá thấp.

Quá chậm bởi vì Cục Dự trữ Liên bang đợi mãi tới khi nền kinh tế đã phục hồi mạnh mẽ trước khi điều chỉnh. Tỷ lệ thất nghiệp đã giảm được một năm thì Cục Dự trữ Liên bang mới lần đầu tiên bắt đầu tăng lãi suất vào tháng 6 năm 2004. Quá thấp bởi vì Cục Dự trữ Liên bang điều chỉnh mức tăng quá nhỏ. Một năm sau kể từ lần điều chỉnh lãi suất đầu tiên, lãi suất liên bang vẫn chỉ ở mức 3,25%, thấp hơn so với những gì mọi người mong chờ rằng mức lãi suất trung lập nên vào khoảng 4-5%. Mãi tới tháng 11 năm 2005, Cục Dự trữ Liên Bang cuối cùng mới đưa được lãi suất lên tới 4%, mức thấp nhất của mức lãi suất "trung lập". Việc gắn chặt với "tốc độ được xác định thận trọng" kéo dài tới tháng 6 năm 2006 và đưa lãi suất liên bang lên tới 5,25% nhưng khi đó mọi thiệt hại đã xảy ra.

Dồn mọi nỗ lực để thoát khỏi những dư chấn của khủng hoảng thị trường chứng khoán, Cục Dự trữ Liên Bang đã gây ra một bong bóng mới và lần này là bong bóng nhà đất. Việc thả nổi giá nhà giai đoạn 2001-2003 đóng vai trò quan trọng trong việc giúp người tiêu dùng và nền kinh tế thoát khỏi các ảnh hưởng của sụt giảm chứng khoán. Nhưng việc thắt chặt lãi suất quá chậm khi thời kỳ sụt giảm đã qua là nguyên nhân khiến bong bóng nhà đất xuất hiện. Như chúng ta sẽ thấy, các nước khác cũng đã áp dụng cách tiếp cận của Hoa Kỳ và duy trì lãi suất ở mức khá thấp giai đoạn 2001-2004 cũng đồng thời khiến giá nhà tăng cao.

Chúng ta sẽ cùng bàn luận về vấn đề thị trường nhà ở trong Phần II. Nhưng xin nói một suy nghĩ cuối cùng về dư chấn của bong bóng chứng khoán. Giai đoạn 2003-2005, Cục Dự trữ Liên bang quyết tâm không lặp lại những sai lầm gây ra bất ổn thị trường như đã thấy vào năm 1987 và 1994. Chính vì thế họ đã phản ứng rất chậm trước tình hình nền kinh tế đang hồi phục. Nhưng giờ đây chúng ta đều biết rằng sai lầm của họ chính là không lặp lại sự bất ổn đó. Do vậy vào năm 2007-2008, trong khi "những người theo phái Bồ câu" tại Cục Dự trữ Liên bang muốn cắt giảm lãi suất nhanh chóng để tránh những sai lầm của

những năm 1930 và Nhật Bản những năm 1990, ngược lại "những người theo phái Diều hâu" và rất nhiều cá nhân khác không thuộc Cục Dự trữ Liên bang cảnh báo về những nguy cơ của việc cắt giảm lãi suất quá lớn cũng như những nguy cơ nếu duy trì chúng ở mức quá thấp trong thời gian dài. Cuộc tranh luận này chắc chắn sẽ còn tiếp diễn và diễn biến cuộc tranh luận như thế nào vào giai đoạn 2009-2010 khi nền kinh tế hồi phục sẽ rất thú vị để theo dõi.

---

[32]. Reflation (tạo lạm phát): Chính phủ áp dụng các chính sách tiền tệ và tài khóa nhằm chống giảm phát bằng cách tăng cung tiền hay giảm thuế, qua đó kích thích nền kinh tế - ND.

[33]. Gold Standard: Chế độ tiền tệ với phương tiện thanh toán được định nghĩa, tính toán theo giá trị hàm lượng vàng. Nó được cho rằng sẽ giúp hạn chế những bất ổn tiền tệ.

[34]. Nguyên văn là "payment holidays" – ND.

[35]. Các quy tắc tại Mỹ rất phức tạp. Xem thêm Gary Shilling: Lợi nhuận lương hưu trở thành chi phí cho doanh nghiệp (Pension profits become corporate costs), Business Economics, 10/2003, trang 55.

[36]. Tạp chí The Economist, ngày 07/02/2004, trang 77-78.

[37]. Tạp chí Financial Times, ngày 21/04/2004, trang 6.

[38]. Xem website www.pbgc.gov.

[39]. Tạp chí Financial Times, ngày 22/04/2004, trang 6.

[40]. ConFederation of British Industry (CBI) – một tổ chức phi lợi

nhuận vì lợi ích của các doanh nghiệp thuộc Liên hiệp Anh, với thành viên gồm khoảng 200.000 doanh nghiệp, chuyên vận động hành lang và tư vấn cho Chính phủ - ND.

[41] . Tạp chí Financial Times, ngày 21/04/2004, trang 6.

[42] . Để xem một phân tích đầy đủ, xem Felix Eschenbach và Ludger Schuknecht, Rủi ro ngân sách từ thị trường bất động sản và chứng khoán (Budgetary risks from real estate and stock markets), Economic Policy số 39, tháng 7/2004, trang 315-346.

[43] . Lãi suất do những ngân hàng có dư dự trữ bắt buộc cho những ngân hàng khác vay qua đêm để đạt mức dự trữ bắt buộc theo quy định.

[44] . Một vài vấn đề tương tự mà chúng ta thấy khi bong bóng vỡ trong những năm 90 đã xuất hiện cuối những năm 80 và làm cho đợt suy thoái 1990-1991 trầm trọng hơn. Cắt giảm lãi suất vào năm 1987 (cùng với những nước khác) góp phần làm tăng giá tài sản, nhất là trên thị trường bất động sản. Bất động sản thương mại tăng nhẹ ở Anh và Mỹ, trong khi nhà ở tăng giá cao ở Anh và một số vùng tại Mỹ, nhất là Boston và San Francisco. Lãi suất thấp cũng châm ngòi cho cơn say vay để mua tài sản, sử dụng đòn bẩy tài chính cao ngất.

PHẦN II: BONG BÓNG NHÀ ĐẤT

5. SỰ BÙNG NỔ TRÊN QUY MÔ TOÀN CẦU

Từ năm 2001 trở lại đây, giá nhà đất tăng hết sức mạnh mẽ ở hầu hết các nước phương Tây. Với những ai mua nhà sớm, lợi nhuận đạt được rất đáng kể, đặc biệt là nếu họ đầu tư có áp dụng đòn bẩy do vay thế chấp. Ở những nước không chịu ảnh hưởng của đợt suy thoái kinh tế năm 2001 như Ireland, Anh, Úc và Tây Ban Nha, suốt những năm 1998-2004, giá nhà đất tăng rất mạnh và trở thành đề tài ưa thích được đưa ra bàn tán trong tất cả các bữa tiệc. Sự bùng nổ ở Mỹ diễn ra muộn hơn một chút, đỉnh điểm là ở những năm 2003-2006, giá nhà đất tăng vọt ở nhiều khu vực và mọi người thu được những khoản lợi khổng lồ, ít nhất là trên giấy tờ. Những người mua nhà lần đầu càng ngày càng nhận thấy giá nhà trở nên quá cao, không thể mua nổi. Nhưng vấn đề thực sự là ở chỗ những sự bùng nổ này sẽ nhanh chóng phát triển thành những bong bóng mới đầy nguy hiểm.

Trong vòng 10 năm tính đến 2007, theo chỉ số giá nhà đất của tờ "The Economist" giá nhà tăng tổng cộng 251% ở Ireland, 200% ở Anh, 184% ở Tây Ban Nha, 141% ở Úc. (Xem bảng 5.1). Ở Mỹ, mức tăng giá là 124%, tuy vậy ở một số khu vực, đặc biệt ở khu vực bờ biển, con số này cao hơn rất nhiều. Ở một số nước châu Âu khác, giá nhà đất cũng tăng hết sức mạnh mẽ, đặc biệt là ở Bỉ, Thụy Điển và Hà Lan. Giá nhà đất tăng vượt xa mức độ tăng giá tiêu dùng vốn chỉ ở khoảng 25%. Chỉ có một vài ngoại lệ lớn ở Đức và Nhật là hai nước vẫn đang sa lầy trong việc giá cả giảm sút.

Việc giá cả lạm phát nhanh chóng tự thân nó không là một yếu tố chắc chắn khiến bong bóng xảy ra. Ở nhiều nước, giá nhà đất đã giảm xuống ở những năm giữa thập kỷ 1990, nên việc giá tăng cũng chỉ làm cho nó trở nên hợp lý hơn. Nhưng nhiều phương pháp tính toán giá trị đều cho thấy rằng nó đã trở nên cao một cách bất thường so với các mức giá trong lịch sử, xét cả về mặt thu nhập mua bán nhà đất hay tiền

thuê nhà. Đầu năm 2003, theo một bản phân tích, khi so sánh tỉ lệ giá nhà/thu nhập so với mức bình quân của giai đoạn 1975-2002, nhà đã được định giá cao hơn thực tế 60% ở Tây Ban Nha, 50% ở Anh, 28% ở Úc và 14% ở Mỹ [45]. Nhưng hầu như ở khắp mọi nơi, giá nhà vẫn tiếp tục lên cao hơn.

Bảng 5.1

Mức tăng giá nhà đất 1997-2008

% tăng giá nhà đất	1997-2007 Lũy kế	1997-2007 hằng năm	2007* hằng năm	2008* hằng năm
Mỹ	124	8.4	-1.2	-8.9
Nhật	-32	-3.8	-1.5	-0.7
Đức	na	na	0.6	-4.7
Anh	200	11.6	9.5	1.0
Pháp	43	3.6	8.1	5.7
Ý	92	6.7	5.6	5.1
Canada	70	5.4	9.5	5.7
Tây Ban	184	11.0	7.2	3.8
Hà Lan	94	6.9	4.3	2.5
Úc	141	9.2	9.6	13.8
Thụy Sĩ	18	1.7	2.5	0.5
Bỉ	130	8.7	10.0	7.5
Thụy Điển	125	8.4	8.0	11.3
Ireland	251	13.4	13.4	8.9
New land	111	7.8	7.8	6.5

* Số liệu năm tính đến hết quý I hoặc thời điểm gần nhất

Nguồn: The Economist, ngày 22/05/2008.

Một nghiên cứu khác nữa liên quan đến việc cho thuê nhà cho thấy tỷ lệ giá nhà trên tiền thuê nhà cao hơn mức giá cân bằng thị trường khoảng 20% ở Anh và Tây Ban Nha, 7% ở Mỹ [46]. Nghiên cứu này dựa trên dữ liệu của năm 2002, giá cho thuê vẫn còn tương đối ổn định. Ngay sau đó, chúng tăng lên hết sức mạnh mẽ, do đó "tính bong bóng" lại càng tăng. Những người sở hữu nhà để ở tích cực tìm mua những căn nhà có giá trị lớn hơn trên nhiều nước và việc sở hữu một căn nhà thứ hai đã trở nên phổ biến. Các nhà đầu tư cũng tích cực mua nhà bởi vì nhà cửa đã chiếm lĩnh vị trí của một lĩnh vực đầu tư nóng bỏng vốn là của chứng khoán. Nhiều người đã trở thành "những người chối bỏ lương hưu" vì họ đã từ chối nhận các khoản thanh toán lương hưu của mình. Ở Úc, cứ sáu hộ gia đình thì có một hộ sở hữu bất động sản để đầu tư [47].

Như vậy liệu chúng ta có thể tổng kết được điều gì đã dẫn đến việc bùng nổ giá nhà đất không? Xét ở phía cầu, chủ yếu là do lãi suất thấp, tỉ lệ thất nghiệp thấp, thu nhập tăng, số lượng dân nhập cư tăng, và kỳ vọng tăng giá trong tương lai. Ở phía cung, những tòa nhà mới thường chịu sức ép của những giới hạn quy hoạch, kế hoạch cũng như thời gian cần thiết để xây dựng [48].

Tuy nhiên, hãy đặc biệt lưu ý đến một yếu tố được nhắc đến ở trên: "kỳ vọng tăng giá trong tương lai" (expectation of future price appreciation). Trong bất kỳ một thị trường bất động sản nào, hễ khi nào kỳ vọng về giá nhà trong tương lai trở thành lý do chính để người ta mua nhà, khi đó thị trường nhà đất sẽ gặp phải nguy cơ trở thành bong bóng. Sự bùng nổ của nhà đất trở thành bong bóng khi những người sở hữu nhà bắt đầu coi việc mua bán nhà trước hết là một kế hoạch đầu tư hơn là tìm một nơi để ở, và khi những nhà đầu tư ngừng quan tâm đến thu nhập từ cho thuê nhà và tập trung hoàn toàn vào lợi nhuận thu được từ việc mua bán.

Một nghiên cứu chi tiết của những người mua nhà ở Mỹ năm 2002 cho chúng ta một số bằng chứng đầy ấn tượng về kỳ vọng cao về sự tăng giá trong tương lai (bảng 5.2).

2

cứu kỳ vọng về nhà đất 2002

	Quận Cam	San Francisco	Boston	Milwaukee
ng giá bình quân /1982 đến Quý	5,6%	7,1%	8,25%	5,6%
; tăng giá				
12 tháng tới	10,5%	5,8%	7,2%	8,9%
quân trong 10 năm	13,1%	15,7%	14,6%	11,7%
;ười trả lời kỳ vọng ng trong "vài năm	89,7%	90,5%	83,1%	95,2%

Nguồn: Karl E. Case, John M. Quigley và Robert J. Shiller, Người mua nhà, nhà đất và nền kinh tế vĩ mô (Home-Buyers, Housing and Macroeconomy) trong Giá tài sản và Chính sách tiền tệ (Asset prices and Monetary Policy) (Anthony
Richards và Tim Robinson biên tập) - Ngân hàng Dự trữ Úc, 2004, trang 149-188.

Các tác giả của nghiên cứu này hỏi 500 người mua nhà trong khoảng thời gian gần đó trên bốn vùng của nước Mỹ - Quận Cam (Orange County), San Francisco, Boston và Milwaukee – về kỳ vọng của họ đối với giá nhà trong vòng 12 tháng tới và trong vòng 10 năm tới. Suốt 21

năm qua, trên thực tế, giá nhà tăng trong khoảng từ 5,6% đến 8,2% mỗi năm trên bốn khu vực này, tuy nhiên theo dự báo thì trong vòng 10 năm tới, con số này sẽ là từ 11,7% đến 15,7% mỗi năm. Ở Boston, gần 17% số người được hỏi nghi ngờ việc giá nhà sẽ tăng trong vài năm tới, nhưng 83% còn lại tin tưởng vào điều đó. Và trên những khu vực khác, khoảng 90% hoặc hơn thế trả lời rằng họ kỳ vọng giá nhà sẽ tăng.

Những nghiên cứu như vậy là điển hình của bong bóng. Mọi người suy đoán rằng thị trường sẽ phát triển mạnh mẽ trong một vài năm và cho rằng điều đó sẽ kéo dài mãi mãi mà không nhận ra rằng việc định giá của họ đang bị ảnh hưởng và trở nên ngày càng nguy hiểm hơn. Có vẻ như hầu hết mọi người đều gặp khó khăn trong việc hiểu rằng thị trường nhà đất, cũng giống như hầu hết các thị trường khác, đều phát triển theo chu kỳ, cho nên một thời kỳ tăng giá cực mạnh dẫn đến việc định giá quá cao thường sẽ được tiếp nối bởi một thời kỳ giá tăng một cách chậm chạp và thậm chí là giảm giá. Trong khắp cả bốn khu vực được điều tra, giá đã tăng rất mạnh trong suốt vài năm trước khi cuộc điều tra này được thực hiện. Nhưng ba trong số bốn khu vực này đã từng chứng kiến một sự sụp đổ rất lớn trong những năm đầu thập niên 1990 và người ta rõ ràng đã quên mất chuyện đó. Giá nhà ở Los Angeles giảm mạnh nhất trong giai đoạn 1988-1996, 29% trên danh nghĩa và 10% trên giá trị thực. Năm 2007-2008, cũng ở ba khu vực này đã diễn ra một đợt giảm giá nhà cực mạnh khi các bong bóng nhà đất vỡ. Trước khi câu chuyện này kết thúc, việc sụp đổ ở Los Angeles chắc chắn sẽ diễn ra mạnh hơn lần trước.

MỐI HIỂM HỌA TỪ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT

Bong bóng nhà đất xì hơi đóng vai trò rất quan trọng trong chu kỳ kinh tế ở cuối thập niên 1970 và 1980. Một nghiên cứu trên 15 nước cho thấy 29 vụ bong bóng vỡ trong suốt 35 năm qua, xác định được mức giá nhà thực tế giảm 13% (xem bảng 5.3). Mức giảm giá bình quân là 27% trải đều suốt 4 năm rưỡi. Tất nhiên là giá danh nghĩa giảm ít hơn nhờ có ảnh hưởng phụ của lạm phát giá tiêu dùng. Ở đỉnh điểm của

bong bóng nhà đất những năm 2000, những người lạc quan trong ngành nhà đất đã bỏ qua giai đoạn này bởi vì, trừ một số ngoại lệ, dường như chúng là kết quả của sự kết hợp giữa lãi suất cao và nền kinh tế yếu kém. Với mức lạm phát thấp, hầu hết mọi người đều cho rằng sự kết hợp này là không thể có.

Bảng 5.3

Giá nhà khi bong bóng vỡ

Nước	Ngày	Mức độ giảm*(%)	Thời gian (Quý)
Úc	1974-1978 1981-1986	16.1 35.1	19 20
Bỉ	1979-1984	32.7	20
Canada	1981-1983 1989-1991	15.5 15.2	9 10
Đan Mạch	1973-1974 1979-1982 1976-1990	13.7 35.5 31.1	4 15 19
Phần Lan	1974-1979 1989-1993	27.0 50.5	20 16
Đức	1973-1977 1992-	26.2 28.2	16 40
Ireland	1989-1986	26.2	27
Ý	1980-1986 1992-1998	35.8 28.0	22 24
Nhật	1973-1977 1991-	28.2 27.3	16 44
Hà Lan	1978-1982	50.1	19
	1976-1983	15.8	11

Na Uy	1986-1993	48.2	26
Tây Ban Nha	1978-1982 1991-1997	32.0 21.2	16 21
Thụy Điển	1979-1985 1990-1993	40.4 30.1	25 14
Thụy Sĩ	1973-1976 1989-1993 1994-1997	26.8 27.4 15.8	10 16 11
Mỹ	1973-1977 1989-1993	33.6 29.6	15 17
BÌNH QUÂN		27.2	18

(*): mức độ giảm của giá nhà thực tế.

Nguồn: Goldman Sachs, Global Economics Weekly, 30/04/2003 (trang 7)

Khi kinh tế tăng trưởng quá mạnh, các quốc gia có thể tăng lãi suất định kỳ để hỗ trợ giá nhà. Khi nền kinh tế yếu, lãi suất lại được cắt giảm, điều đó cũng hỗ trợ mua bán nhà. Các nhà kinh tế và những người làm chính sách bắt đầu ăn mừng "Thời kỳ ôn hòa vĩ đại" (The Great Moderation), một kỷ nguyên mới mà tăng trưởng, lạm phát và lãi suất trở nên ổn định hơn so với trước đây, tránh khỏi tăng vọt và bùng nổ. Tuy nhiên, càng định giá cao hơn, khả năng bị ảnh hưởng nếu một vấn đề nào đó xảy ra càng cao. Ở Mỹ, bong bóng nhà đất lên đến đỉnh điểm vào giữa năm 2006 và sau đó bắt đầu xẹp xuống, nhưng chính sự gián đoạn về tài chính trong suốt 2007-2008 do khủng hoảng tài chính, đã làm xì hơi bong bóng ở những nơi khác.

Trong những năm diễn ra bong bóng, việc tăng giá nhà đã thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng thông qua hiệu ứng tài sản (wealth effect) như đã nói ở trên, làm giảm tỉ lệ tiết kiệm hộ gia đình. Tỉ lệ MEW [49] (Mortgage

Equity Withdrawal) tăng mạnh, có lúc đã vượt mức 7% thu nhập khả dụng của hộ gia đình ở Mỹ và hơn 8% ở Anh. Một vài năm trước đó, năm 1999, các hộ gia đình chỉ rút khoảng 1% trên cả hai nước này, trong khi giữa những năm 1990, tỉ lệ MEW thực tế là âm, có nghĩa là các hộ gia đình thực sự đã bỏ thêm tiền để đầu tư vào nhà đất (nói một cách khác là tiết kiệm để đầu tư). Tỉ lệ MEW 7-8% mức chi tiêu của các hộ gia đình không hoàn toàn có nghĩa là tất cả toàn bộ tiền bạc rút ra được dùng để mua hàng hóa và dịch vụ. Các con số ước tính cho thấy rằng chỉ có khoảng 10-20% số tiền đó được tiêu xài trực tiếp. Người ta cũng dùng khoản tiền đó để mua những tài sản khác hoặc có thể chỉ đơn giản là đem gửi ngân hàng. Một vài người khác thì dùng khoản vay thêm này để trả các khoản nợ khác có lãi suất cao hơn, từ đó làm giảm chi phí vay tiền. Nhưng một điều chắc chắn là gần đây chi tiêu tiêu dùng đã giảm xuống nhiều nếu không có sự bùng nổ của thị trường nhà đất.

Vậy điều gì sẽ xảy ra đối với việc vay thêm tiền từ tài sản thế chấp nếu giá nhà đất giảm xuống? Trước hết, tỉ lệ MEW giữ nguyên trong một thời gian. Mọi người vẫn còn tiếp tục chạy theo sự việc giá trị thực tế của căn nhà họ sở hữu tăng lên, hoạt động tái thế chấp tăng mạnh vì càng ngày càng có nhiều người tận dụng lợi thế của việc giá trị tài sản tăng. Ngay cả khi tỉ lệ MEW không đổi, người ta không hề sử dụng nguồn tiền vay đó để chi tiêu, và do đó tỉ lệ tăng trưởng tiêu dùng và GDP bắt đầu tăng chậm lại. Nhưng vào năm 2008, chỉ số MEW bắt đầu giảm xuống ở Anh và Mỹ, làm cho việc suy giảm kinh tế càng trở nên tồi tệ hơn. Thường thì ảnh hưởng của những điều này đối với nền kinh tế diễn ra một cách từ từ chứ không hề đột ngột. Tuy nhiên, vào năm 2007-2008, khủng hoảng tài chính đã đẩy nhanh tiến trình này, khiến cho việc tái thế chấp trở nên khó khăn hơn. Và cuối cùng, chúng phụ thuộc vào việc giá nhà có thể giảm đến mức nào.

Giá nhà giảm đồng thời cũng ảnh hưởng đến nền kinh tế qua một kênh thứ hai: làm giảm tiêu dùng và giảm lòng tin. Trong suốt thời kỳ bùng nổ nhà đất, lãi suất tiết kiệm giảm phản ánh niềm tin của người

dân vào việc giá nhà cao và đang tăng, và họ cũng tin rằng họ được đảm bảo một cách hợp lý. Nhưng một chút giảm giá nhà đất sẽ nhanh chóng làm giảm sự giàu có, đặc biệt vì nhà đất luôn luôn có yếu tố đòn bẩy, tức là hầu hết mọi chủ sở hữu nhà đều có vay thế chấp. Những ai mua những tài sản thứ hai để đầu tư hoặc để dưỡng già là những người bị ảnh hưởng rõ rệt nhất. Những người mua nhà cách đây vài năm và có tài sản tích lũy lớn, hoặc những người vay thế chấp ít, có thể không bị ảnh hưởng. Những ai mới mua, đặc biệt là nếu họ có một tỉ lệ vay thế chấp lớn, sẽ nhanh chóng bị nhấn chìm.

Có một mối liên hệ thứ ba giữa giá nhà và nền kinh tế, đó là qua con đường chi tiêu cho xây dựng (construction spending). Việc xây dựng nhà cửa ở Mỹ tăng mạnh trong những năm bong bóng đóng góp một phần khá quan trọng vào tăng trưởng kinh tế. Tương tự, ở Tây Ban Nha và Úc, xây dựng nhà cửa cũng là trụ cột chính của nền kinh tế. Ở Anh, những hạn chế về kế hoạch xây dựng đã khiến cho việc xây mới nhà cửa chỉ thu hút được một khoản tiền nhỏ so với số tiền chi tiêu cho sửa chữa và cơi nới những căn nhà cũ. Từ 2007, việc xây dựng nhà cửa đổ vỡ ở Mỹ và Tây Ban Nha và suy giảm ở những nơi khác do các nhà xây dựng chủ động cắt giảm khi gặp phải sự sụt giảm về cầu và giá cả.

CÓ THỂ GIẢI NGHĨA ĐƯỢC TẠI SAO GIÁ NHÀ TĂNG KHÔNG?

Trong giai đoạn bong bóng, mọi người thường có vô số lý do để giải thích vì sao giá nhà lại cao hơn trước đây. Tất nhiên, đã có những thay đổi mang tính cơ cấu trong yếu tố cầu, và điều đó có thể giải thích được phần nào đó những biến đổi về giá. Ví dụ như việc bùng nổ về việc làm và sự thịnh vượng ở Thung lũng Silicon đã thúc đẩy một cách tự nhiên giá tài sản ở San Francisco. Tỉ lệ nhập cư tăng cũng có thể là một yếu tố quan trọng đối với giá nhà đất ở London và Sydney. Nhưng yếu tố quan trọng nhất trong suốt quá trình bong bóng để có thể giải nghĩa cho việc tăng giá nhà đất chính là lãi suất thấp [50]. Theo quan điểm này, chi phí vay thế chấp thấp khi lãi suất thấp có nghĩa là nhu cầu về nhà đất

dường như sẽ tăng lên mãi, cho thấy tỉ lệ chi phí-thu nhập từ nhà đất cao hơn và thu nhập từ cho thuê sẽ giảm xuống.

Ở giai đoạn chưa rõ rệt này, những tranh luận như trên sẽ ngay lập tức bị phản đối. Nếu mọi người mua nhà khi lãi suất thấp và vẫn mong đợi một tỉ lệ gia tăng giá trị tài sản cao như ở những năm 1970 và 1980 thì rõ ràng họ đã nhầm. Một thế giới với tỉ lệ lạm phát 2% mỗi năm sẽ thấy giá bình quân của nhà đất sẽ tăng gấp đôi trong 20-30 năm, chậm hơn nhiều so với những thời kỳ lạm phát cao. Hơn thế, trong suốt những năm bong bóng, các ngân hàng cạnh tranh nhau quyết liệt và sử dụng ngày càng nhiều hình thức cho vay. Kết quả là lãi suất cho vay thế chấp thấp một cách bất thường so với lạm phát, và việc cho vay tiền trở nên dễ dàng đến nực cười. Sau khủng hoảng, việc vay tiền đã trở nên khó khăn hơn.

Tuy nhiên, còn có hai lý giải khác tương đối phức tạp hơn về lý do tại sao lãi suất thấp lại thúc đẩy việc định giá nhà quá cao, một trong số đó có lẽ là đúng và cái còn lại thì dường như sai. Cách lý giải có vẻ đúng đắn là khi lãi suất cao trong quá khứ, mọi người không thể chi trả được những khoản vay lớn bởi vì số tiền phải trả hàng tháng là quá lớn. Lãi suất thấp tức là khoản tiền phải trả hàng tháng thấp hơn vì chi phí thực sự của việc đi vay tiền trải dài đều đặn trong suốt thời hạn vay. Do đó, mọi người có thể chi trả cho những khoản vay lớn hơn.

Nhưng lưu ý rằng chi phí tổng cộng của khoản vay thế chấp hoàn toàn không thay đổi. Thay vì việc trả nợ vay giảm xuống một cách nhanh chóng theo tỉ lệ thu nhập, nó vẫn là một con số khá lớn trong một thời gian dài. Do đó, lãi suất thấp không khiến cho nhà đất trở thành một sự đầu tư tốt hơn so với trước đây, chỉ là dễ dàng hơn mà thôi. Điều này có thể giải thích phần nào đó về việc tăng giá nhà (liên quan đến thu nhập hoặc tiền thuê nhà), chẳng hạn so với mức giá ở những năm 1980, đặc biệt là ở Anh. Tuy nhiên, ở những nước miễn thuế cho việc trả lãi, ví dụ như ở Mỹ và Hà Lan, thì lại có sự bù đắp bởi lãi suất danh nghĩa thấp làm giảm thu nhập về thuế.

Theo tôi, một cách giải thích không đúng là việc cho rằng vì chúng ta sống trong thế giới có lãi suất thực thấp hơn, nhà đất nên được định giá cao hơn. Khi mới nghe qua, điều này có vẻ như đúng. Đối với những người sở hữu nhà để ở, chi phí để mua dịch vụ nhà ở (housing service, nói theo "thuật ngữ kinh tế") thường là thấp hơn. Và những người đầu tư nhà đất có thể đảm bảo nguồn tiền trả cho việc thuê nhà bằng những khoản thế chấp ít hơn. Tuy nhiên, vẫn có những lý do cụ thể để giải thích tại sao lãi suất thực lại thấp hơn: Do ít có rủi ro xảy ra một đợt lạm phát cao mới. Nhưng mức độ thu nhập từ rủi ro lạm phát thấp không phải là một điều hay ho đối với việc mua nhà để đầu tư. Khi so sánh nhà đất với các loại hình đầu tư khác, một trong các thuộc tính tốt nhất của nó là nó tránh được rủi ro lạm phát. Nếu lạm phát thấp, hoặc có bất kỳ dấu hiệu nào của sự giảm phát, nhà đất sẽ ít hấp dẫn hơn so với các tài sản khác.

Ở Ireland hay Tây Ban Nha, việc tham gia vào sử dụng đồng tiền duy nhất cho cả khu vực là một nhân tố quan trọng trong bong bóng nhà đất, vì lãi suất thấp. Trong suốt một thập kỷ, cả hai nước này đều đã tăng trưởng mạnh hơn mức bình quân của toàn châu Âu và cũng chịu ảnh hưởng của lạm phát cao. Và chắc chắn rằng nếu được quyết định trong nước, mức lãi suất mà họ đưa ra đã có thể rất cao. Tuy nhiên, vì lãi suất do Ngân hàng Trung ương Châu Âu đưa ra cho cả khu vực (một lãi suất áp dụng cho tất cả các nước), lãi suất thực tế lại thấp. Ở Tây Ban Nha, giá nhà từ từ theo kịp giá của nước láng giềng Pháp (cho dù vẫn thấp hơn ở Anh). Giá nhà đất ở Ireland tăng lên đến mức cao nhất ở châu Âu. Và như đã nói, cả Tây Ban Nha và Ireland đang tận hưởng một sự bùng nổ về xây dựng.

BONG BÓNG BẮT ĐẦU CHUYỂN HƯỚNG

Ở mỗi nước, cách chuyển động của bong bóng có phần khác nhau, bắt đầu ở những thời điểm khác nhau và chuyển động theo những nhịp độ khác nhau. Ở một số nước, giá nhà đất ngừng tăng ở một số thời điểm, khi đó, bong bóng trở nên ổn định trong một giai đoạn, thậm chí

là xì hơi một chút. Nước Úc năm 2004 và nước Anh năm 2005 đều trải qua những thời kỳ chậm chạp như vậy do lãi suất tăng. Một số nước khác thì tiến vào thời kỳ bong bóng tương đối chậm và do đó, chịu đựng sự tăng giá cực kỳ nhanh trong một thời gian rất ngắn để theo kịp thị trường. Điều này có nguyên nhân một phần từ sự "truyền nhiễm" do các nhà đầu tư từ những nước bước vào thời kỳ bong bóng sớm hơn đầu tư ra thị trường nước ngoài. Ví dụ, những người mua nhà ở Anh và Ireland đến mua nhà ở Tây Ban Nha và Pháp, và sau đó là một loạt các nước bao gồm Bulgary, Canada, Mỹ và Dubai. Người Mỹ đến Canada và Caribe để mua nhà. Rõ ràng là có những ảnh hưởng ngầm của việc đó khi giá nhà lần lượt tăng lên ở từng khu vực. Ảnh hưởng này khá rõ rệt ở trên mỗi quốc gia nhưng đồng thời nó cũng trải dài trên nhiều nước.

Ở giai đoạn cuối của bong bóng, như đã nói ở trước, chúng ta thường thấy một cuộc chạy đua tăng giá cực kỳ mạnh do những nhà đầu cơ tạo ra trong tình trạng hưng phấn. Ở Mỹ, giai đoạn này diễn ra vào những năm 2005-2006, trong khi đó giai đoạn này ở Anh diễn ra muộn hơn một chút, vào năm 2006-2007. Một vài nước vẫn còn trong giai đoạn tăng trưởng ở thời điểm tôi viết cuốn sách này, nhưng hầu hết các nước đều đã ở giai đoạn chuyển hướng. Việc kinh doanh nhà trở nên hết sức trì trệ, số lượng người mua hết sức ít ỏi và thất thường. Trong khi đó, những nhà xây dựng đang vật lộn để tống khứ những căn nhà mới xây và giảm mạnh đầu tư vào xây dựng và phát triển những dự án mới.

Trong suốt thời kỳ bùng nổ, việc dự đoán thời điểm bong bóng bắt đầu vỡ là cực kỳ khó. Trong trường hợp này, sự kiện châm ngòi là việc giảm mạnh cho vay mua nhà, vốn xuất phát từ thất bại của cho vay dưới chuẩn ở Mỹ. Đầu tiên, khó khăn chỉ giới hạn trong lãnh thổ nước Mỹ do ngày càng có nhiều người chuyên cho vay dưới chuẩn, vốn đã từng phát triển mạnh trong những năm bùng nổ, bị phá sản vào năm 2006 và nửa đầu năm 2007. Vì thế, nguồn cho vay mới dành cho lớp người đi vay này giảm xuống và giá nhà khựng lại. Nhưng sau đó, bắt đầu từ tháng 8/2007, sự lo sợ về nguy cơ lỗ từ những khoản cho vay dưới chuẩn và

những tài sản thế chấp mà ngân hàng đang giữ đã đột ngột làm bùng phát một nỗi lo sợ trong toàn bộ hệ thống tài chính, và không chỉ ở trong phạm vi nước Mỹ mà nhanh chóng lan ra khắp thế giới. Năm 2008, cho dù Cục Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Trung ương Anh và Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã cắt giảm lãi suất và đưa ra những trợ giúp về thanh khoản, tạm thời làm dịu áp lực, các ngân hàng vẫn tiếp tục giảm bớt những khoản vay rủi ro, và điều đó có nghĩa là tạm ngưng nhiều khoản vay có thế chấp hoặc thắt chặt tiêu chuẩn cho vay. Trong điều kiện cắt giảm cho vay và kỳ vọng giảm giá trong tương lai, giá nhà đất thực sự đã giảm trên khắp các nước, dẫn đầu là Mỹ và Anh.

Với việc giá nhà giảm và kinh tế suy thoái, dường như đã có thể chắc chắn rằng lãi suất sẽ giảm. Nhưng thậm chí ngay cả ở Mỹ, lãi suất chính thức đã được cắt giảm rất mạnh năm 2007-2008, lãi suất cho vay thế chấp giảm ít hơn nhiều do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Ở châu Âu, người ta đã trì hoãn việc cắt giảm lãi suất chính thức vì sợ lạm phát, và lãi suất cho vay thế chấp thì lại tăng lên năm 2008. Đó quả là thời điểm xui xẻo. Sự sụp đổ của bong bóng nhà đất diễn ra đồng thời với một làn sóng tăng giá dầu và thực phẩm đã khiến cho lạm phát giá tiêu dùng tăng vọt, vượt quá chỉ tiêu mà Ngân hàng trung ương đề ra.

Câu hỏi đặt ra bây giờ là giá nhà đất sẽ giảm đến mức nào. Các nhà nghiên cứu ở IMF đã phát triển được một mô hình để giải thích giá nhà đất dựa trên các yếu tố như thu nhập khả dụng, lãi suất ngắn hạn, lãi suất dài hạn, tăng trưởng tín dụng, những thay đổi giá tài sản và dân số trong độ tuổi lao động. Từ mô hình này, họ có thể tính được “mức độ chênh lệch giá nhà đất” (house price gaps) - sự khác biệt giữa kết quả về giá nhà đất mà mô hình đưa ra với giá thực tế. Vào đầu năm 2008, Ireland là nơi mà nhà đất được định giá quá cao: 32%, tiếp sau đó là Hà Lan, Anh, Úc và Pháp với tỉ lệ không thấp hơn bao nhiêu, từ 20-30%. Con số này ở Mỹ chỉ khoảng hơn 10%, cho dù giá nhà đất ở Mỹ đã giảm xuống một mức tương đương. Tôi cho rằng mô hình của IMF có thể đã đánh giá quá thấp mức độ giảm giá cần thiết để đạt được sự cân

bằng, bởi vì nó đã không đánh giá đúng tầm ảnh hưởng của kỳ vọng giá cả trong tương lai đối với bong bóng nhà đất. Trong bất kỳ trường hợp nào, ngay cả khi IMF đúng đi nữa, suy thoái kinh tế ngụ ý rằng giá cả sẽ còn giảm mạnh hơn, đặc biệt là sau một đợt bong bóng.

Anh là nước chịu ảnh hưởng nặng nhất bởi sự kết hợp của cả khủng hoảng kinh tế và lạm phát năm 2008. Đây nước đầu tiên tiến vào thời kỳ bùng nổ nhà đất, và đến năm 2007, giá nhà đất đã tăng gấp ba so với 10 năm trước đó. Nhưng trong giai đoạn 2007-2008, các ngân hàng đột ngột ngừng cho vay nhà đất, kỳ vọng rằng giá nhà đất sẽ tăng cao hơn cũng đột ngột sụp đổ, và toàn bộ nền kinh tế đình trệ một cách hết sức bất ngờ. Giá nhà đảo chiều một cách nhanh chóng và bong bóng bắt đầu vỡ.

---

[45] . Kinh tế học về vốn (Capital Economics), dẫn lại trong The Economist, 29/11/2003, trang 111

[46] . J. Ayuso và F. Restoy, Giá nhà và giá thuê nhà: Một cách tiếp cận cân bằng trong định giá tài sản (House Prices and Rents: An Equilibrium Asset Pricing Approach), Tài liệu nghiên cứu số 0304 của Ngân hàng trung ương Tây Ban Nha, năm 2003.

[47] . The Economist, 20/03/2004, trang 85.

[48] . Tức là cầu tăng nhanh hơn cung – ND.

[49] . Tỉ lệ vay tiền thêm từ tài sản thế chấp do giá trị tài sản thế chấp tăng lên – ND.

[50] . Xem ví dụ của Jonathan McCarthy và Richard W. Peach, Liệu

giá nhà có phải là "bong bóng" tiếp theo không? (Are Home Prices the Next "Bubble"?), Economic Policy Review, Ngân hàng Dự trữ bang New York, tập 10, tài liệu số 3, Tháng 12/2004.

6. BONG BÓNG NHÀ ĐẤT NỔ TUNG Ở NƯỚC ANH

Theo chỉ số giá nhà đất ở Anh (Nationwide Index), ở giai đoạn đỉnh điểm 2007, giá nhà bình quân ở Anh đạt mức 184.000 Bảng (khoảng $368.000), gần gấp 50 lần mức giá bình quân 3.762 Bảng năm 1967. Cũng trong thời kỳ đó, chỉ số giá tiêu dùng tăng 15 lần, do đó giá thực tế của nhà đất đã tăng nhanh hơn gấp ba. Điều này tương đương với việc có được thu nhập hàng năm cao hơn 3% so với mức lạm phát, và chủ sở hữu nhà cũng có thể có thêm lợi ích khác như sử dụng căn nhà đó hoặc có thêm tiền thuê nhà (trừ đi chi phí bảo trì). Tuy nhiên, giá thực tế của nhà đất hầu như chỉ mới tăng lên trong vòng 12 năm gần đây. Cho đến mãi năm 1995, giá thực tế của nhà đất cũng chỉ mới tăng khoảng 40% so với năm 1967, tức là bình quân mỗi năm chỉ tăng khoảng hơn 1%.

Giá thực tế của nhà đất không tăng đều hằng năm, mà thay vào đó, nó chuyển động theo chu kỳ, nói chung là tương ứng với chu kỳ kinh doanh ở Anh. Trên thực tế, phân tích theo giá trị thực, trong 40 năm qua, nước Anh đã trải qua bốn đợt bong bóng và trong đó có ba thời điểm bong bóng vỡ (xem bảng 6.1). Ba thời kỳ trước năm 1973, từ 1982-1989 và từ 1995-2007 là ba thời kỳ mà giá nhà tăng một cách hết sức mạnh mẽ. Sau hai đợt tăng giá khá dài trước đó là giai đoạn giảm giá mạnh, với mức giảm về giá trị thực là 32% và 37,1%. Giai đoạn cuối những năm 1970 cho thấy những đợt tăng giá ngắn hơn và tương ứng thì sau đó, thị trường cũng giảm giá ít hơn.

Giá thực tế không giảm ở thời kỳ suy thoái 1975 và 1980 bởi vì tỉ lệ lạm phát hàng năm vẫn còn tương đối cao, 24% năm 1974 và 18% năm 1980. Tuy nhiên, năm 1990, lạm phát “chỉ có” 9%/năm và nhanh chóng giảm xuống dưới 4%/năm vào năm 1992. Kết quả là mức độ điều chỉnh so với giá danh nghĩa của nhà đất, do hậu quả của một vài

cuộc suy thoái ở những năm 1990, trở nên tương đối lớn, khoảng 20% chênh lệch giữa thời điểm cao nhất Quý III năm 1989 so với thời điểm thấp nhất ở Quý I năm 1993.

Nước Anh đặc biệt phụ thuộc vào chu kỳ phát triển của nhà đất vì hai lý do. Lý do thứ nhất là hầu hết nhà ở tại Anh đều được tài trợ bằng những khoản vay có lãi suất thả nổi. Do đó, khi Ngân hàng Trung ương Anh giảm hoặc tăng lãi suất để điều chỉnh nền kinh tế, một trong những công cụ chính để truyền tải ý chí đó là thông qua ảnh hưởng lên việc trả nợ vay thế chấp và lên thị trường nhà đất.

Bảng 6.1 Chu kỳ nhà đất theo giá thực tế

Thời kỳ	Số quý	Thay đổi
Quý III 1957 – Quý III 1973	64	+125,0%
Quý III 1973 – Quý II 1977	15	-32,0%
Quý II 1977 – Quý IV 1979	10	+32,7%
Quý IV 1979 – Quý II 1982	10	-17,8%
Quý II 1982 – Quý II 1989	28	+80,0%
Quý II 1989 – Quý III 1995	25	-37,1%
Quý III 1995 – Quý III 2007	48	+160,5%

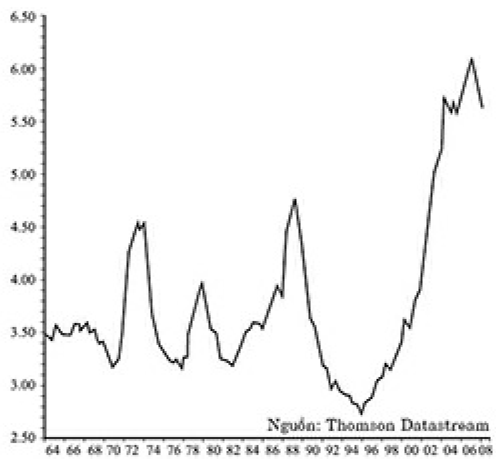
Lý do thứ hai là mức cung nhà đất ở Anh phản ứng chậm chạp một cách khác thường trước mức giá cao do việc quản lý kế hoạch quá nghiêm khắc. Hãy nhìn qua cửa sổ của chiếc máy bay trên bầu trời nước Anh, thậm chí là miền Nam nước Anh, dường như đất đai nông nghiệp ở đó là mênh mông vô tận. Tuy nhiên người ta dè dặt trong việc phát triển chúng, cả vì áp lực do các tổ chức môi trường gây ra lẫn sự dè dặt từ phía địa phương, còn được gọi là NIMBY (Not In My Back Yard – đừng đụng đến sân sau của nhà tôi). Đã từ rất lâu rồi, các chính quyền

địa phương lập ra khu vực gọi là "vành đai xanh", và khu vực này trở nên hầu như bất khả xâm phạm. Gần đây, xuất hiện thêm rất nhiều sự hạn chế như quy định "vỏ bọc làng quê" (village envelope) ngăn cấm việc phát triển ở nông thôn và chỉ có thể vượt qua giới hạn đó nếu bỏ ra nỗ lực và chi phí cực lớn. Kết quả là giá nhà tăng cao có rất ít ảnh hưởng đến lượng cung nhà đất [51].

KIỂM TRA BONG BÓNG

Quay trở lại danh sách những đặc điểm của bong bóng trong chương 1, sự bùng nổ giá nhà đất gần đây nhất của Anh tương đối trùng khớp. Việc định giá nhà đất trở nên cao so với trước đây, ví dụ như trong mối quan hệ với thu nhập (xem sơ đồ 6.1). Trong quá trình bùng nổ về giá nhà, chúng tăng đến mức gấp 4 lần thu nhập và sau đó, trong thời kỳ suy giảm, chúng thường quay trở lại mức 3-3,5 lần thu nhập. Vào giai đoạn giữa những năm 1990, tỉ lệ này giảm một cách bất thường xuống chỉ còn 2,8 lần, phản ánh sự dè dặt trong việc mua nhà sau sự suy giảm rất mạnh của giá nhà ở giai đoạn đầu thập niên 1990. Ở thời điểm đó, kỳ vọng giá nhà tăng trong tương lai là rất thấp. Rất nhiều người mua nhà lần đầu do dự tham gia vào thị trường và những người đang ở trong thị trường thì sẵn sàng bán để mua lại những căn nhà khác có giá tốt hơn. Nhiều người còn đang hối hận việc họ mua nhà ở thời kỳ bong bóng cuối những năm 1980, cho nên số lượng người mua nhà để đầu tư tương đối hiếm.

Khi giá nhà bắt đầu tăng năm 1995, mức tăng chỉ đơn thuần là để đưa việc định giá nhà trở về mức độ trung bình của nó. Nhưng sau năm 2000, tỉ lệ này đã tăng lên đến mức gọi là "đắt" và vào giai đoạn 2003-2007, nó tăng lên mức cao chưa từng có trong lịch sử. Giá nhà bắt đầu bùng nổ ở London và Đông Nam, nhưng sau đó lan dần ra khắp đất nước và đến thời kỳ 2002-2007, nhiều vùng khác ngoài Đông Nam trở thành khu vực nóng bỏng nhất.



Sơ đồ 6.1
Nước Anh: Giá nhà/thu nhập bình quân.

Giá nhà cũng tăng tương ứng với giá thuê nhà. Lợi nhuận cho thuê (tổng tiền thuê nhà hàng năm chia cho giá tài sản) từ một căn hộ cao cấp ở London giảm từ mức tương đối cao là 8-10% ở những năm giữa thập niên 1990 xuống còn 3-4%. Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) tính toán rằng tỉ lệ giữa giá nhà và giá thuê nhà trên toàn bộ nước Anh tăng hơn gấp đôi trong thời kỳ từ năm 1995 đến 2007 và cao hơn 72% so với mức bình quân dài hạn của nó [52] .

Nền kinh tế vững mạnh trong một thời kỳ kéo dài, với sự phát triển kinh tế suốt hơn 15 năm, cho đến giờ vẫn đang là thời kỳ dài nhất. Nền kinh tế Anh chỉ cho thấy một thời kỳ suy yếu nhỏ năm 2001-2003, đánh dấu bởi tỷ lệ thất nghiệp không tiếp tục xu hướng giảm (nhưng cũng không tăng lên). Niềm tin của người tiêu dùng (consumer confidence) vẫn duy trì ở mức tương đối tốt.

Yếu tố mới cho đợt bong bóng này là việc tăng nhập cư vào Anh, đặc biệt ở vùng Đông Nam, kết hợp với sự xâm nhập của nhiều quốc gia châu Âu mới cũng như sự hấp dẫn của thị trường lao động London, đặc biệt là trong ngành tài chính vốn đang bùng nổ. Nhưng cuối cùng, giá nhà tăng mạnh mẽ hầu hết ở khắp nơi, thậm chí cả những nơi mà tỉ lệ nhập cư không cao lắm. Sự thay đổi có lẽ do quan điểm “sở hữu nhà là loại lương hưu tốt nhất” sau sự thất vọng về thị trường chứng khoán và

sự lo sợ về kế hoạch lương hưu. Ngày càng nhiều người bị lôi cuốn vào thị trường này, đặc biệt là nhà đầu tư và bao gồm cả những người mua nhà để ở, mua ngày càng nhiều nhà chỉ vì mục đích kiếm lời hơn chỉ đơn giản là tìm chỗ ở. Những doanh nghiệp chào bán những danh mục "mua để cho thuê" (buy-to-let) trở nên ngày càng phổ biến và các buổi hội nghị chuyên đề về cách gây dựng một tài sản sinh sôi nảy nở.

Sự quan tâm dành cho phương tiện thông tin đại chúng tăng mạnh mẽ với số lượng bài viết bất tận trên các tạp chí hay sự thừa thãi những chương trình tin tức trên TV với những cái tít như "Nấc thang tài sản" hay "Địa điểm, địa điểm, địa điểm". Có vô số những lời cảnh báo về bong bóng, nhưng đồng thời cũng có vô số những phương tiện thông tin tập trung vào lợi nhuận thu được và sự giàu có dành cho những người tăng tốc và mua một danh mục nhà đất nào đó. Về mặt tín dụng, có vô số bằng chứng cho thấy thị trường cho vay thế chấp đang tăng trưởng mạnh mẽ, với chỉ số nợ trên thu nhập (debt-to-income) và chỉ số nợ trên giá trị (loan-to-value) cao chưa từng thấy. Đã xuất hiện những chính sách mới về cho vay đối với việc mua nhà để cho thuê với những điều khoản có lợi hơn nhiều so với trước, cũng như sự phát triển của thị trường chứng khoán đảm bảo bằng bất động sản (mortgage-backed security - MBS) rộng lớn. Các khoản vay tiêu dùng tăng mạnh lên một mức độ mới.

Trong khi đó, chính sách tiền tệ lại tồn tại khá ổn định. Ngân hàng Trung ương Anh không có ý định kiềm chế trong giai đoạn bong bóng, bởi vì họ tập trung vào giải quyết lạm phát giá tiêu dùng vốn vẫn còn đang ở mức thấp. Khi mà đây vẫn còn chưa phải là một chính sách sai lầm (chúng ta sẽ nói lại vấn đề này sau), tất nhiên nó không cản trở việc cho vay thế chấp ồ ạt. Các cơ quan luật pháp hầu như không có động thái nào để thắt chặt tiêu chí cho vay. Một vài ngân hàng vẫn cho vay một cách có quy củ, nhưng vẫn giới thiệu những giao dịch cho vay thế chấp rất hấp dẫn, bao gồm cả việc giảm lãi suất lớn và cho vay hơn 100% giá trị tài sản thế chấp. Lãi suất tiết kiệm tiêu dùng giảm từ 10%

năm 1997 xuống còn 3% năm 2007, gần với con số 4% của thời kỳ bong bóng trước. Rốt cục, Bảng Anh là đồng tiền rất mạnh trên cơ sở chỉ số bình quân gia quyền thương mại (trade-weighted basic) suốt mấy năm và tỉ lệ thâm hụt cán cân vãng lai đã tăng lên đến hơn 4% của GDP.

LIỆU GIÁ CAO HƠN CÓ LÝ GIẢI ĐƯỢC KHÔNG?

Ba lần trước, việc tăng giá nhà đất ở Anh đã kết thúc bằng một sự điều chỉnh mạnh mẽ. 160% tăng giá thực tế vào những năm 2000 là con số lớn nhất từ trước đến nay. Tuy nhiên, nhiều người vẫn tin rằng trong khi giá nhà có thể giảm xuống gần giá thực tế của nó, vẫn có lý do để kỳ vọng một mức giá cao, và xu hướng đi lên sẽ được khôi phục. Nhiều người khác thì đưa ra những bằng chứng cho thấy nhu cầu về nhà đất đang tăng lên, đặc biệt ở miền Nam nước Anh. Những người còn lại thì tin vào sự quả quyết rằng lãi suất thấp hơn sẽ là sự biện minh cho việc giá nhà tăng cao hơn, và tương ứng là tiền lãi và tiền cho thuê nhà. Chúng ta đã bàn đến lập luận này trong chương trước và thấy nó đáng ngờ ở bất cứ quốc gia nào. Thế còn lập luận rằng cầu nhà đất vượt cung ở Anh thì sao?

Rất nhiều kết luận về nhân khẩu học căn cứ vào thực tế. Người ta càng ngày càng có xu hướng muốn sống ở London và Đông Nam. London đã trở thành một thành phố quốc tế, dẫn đầu bằng các dịch vụ tài chính và kinh doanh toàn cầu cũng như những hoạt động về trí tuệ và thông tin đại chúng. Trong 10 năm gần đây, thanh niên từ khắp châu Âu và những nơi khác lũ lượt kéo đến London vì một cuộc sống lý thú, vô số công ăn việc làm và cũng vì ở đó người ta nói tiếng Anh, vốn là ngôn ngữ thứ hai của rất nhiều người. Hàng trăm ngàn người nhập cư vào đất nước là thành viên mới của cộng đồng chung châu Âu này. Một số đề án nghiên cứu tiếp tục cho rằng người ta sẽ tiếp tục tìm đến nước Anh. Nhưng khi nền kinh tế Anh gặp khó khăn, số lượng người nhập cư mới sẽ giảm xuống và những người đã nhập cư vào trước đây có thể sẽ lại quay về nước.

Cũng đã có những thay đổi về nhân khẩu học như việc ly hôn gia tăng và việc thanh niên càng ngày càng thích sống trong một căn hộ hơn là sống với bố mẹ hay ở chung nhà với bạn bè. Càng ngày càng có nhiều bậc cha mẹ mua nhà cho con ngay khi chúng đang học đại học hoặc bắt đầu đi làm. Thậm chí có người còn mua nhà cho con ngay khi chúng chỉ mới khoảng 15 tuổi, cho dù điều này chắc chắn là một yếu tố tâm lý tạo ra bong bóng (buble mentality). Có một xu hướng phổ biến là nhiều người tìm kiếm những căn nhà rộng rãi hơn để cả gia đình sinh sống, hoặc tìm mua một căn nhà thứ hai. Việc mua căn nhà thứ hai được diễn ra theo hai chiều: những người đang sống ở nông thôn chọn mua một căn hộ ở London hay ở những thành phố lớn để khỏi phải đi lại hằng ngày đến chỗ làm, trong khi đó, những người có nhà cửa ở London hay những vùng lân cận thì lại tìm mua một căn nhà để nghỉ ngơi, bị cám dỗ bởi viễn cảnh được nghỉ cuối tuần ở làng quê hay khả năng kiếm được tiền từ việc cho thuê nhà vào các dịp nghỉ lễ để thanh toán chi phí hàng ngày của mình.

Tuy nhiên, có một số vấn đề khá nghiêm trọng khi sử dụng các lập luận này để biện minh cho việc giá cả nhà đất tăng quá cao như vậy. Trước hết, hầu hết mọi người không hề thích mua ở thời điểm giá thấp và trì trệ như giữa thập niên 1990. Tuy nhiên trong những năm bong bóng, với mức giá cao, họ tin rằng họ phải mua nhanh hơn hoặc thanh toán chậm hơn. Rõ ràng, yếu tố thúc đẩy ở đây là kỳ vọng về việc tăng giá trong tương lai hơn là nhu cầu cơ bản về nhà ở. Sống ở nông thôn và sở hữu một nơi ở tạm tại London có vẻ là một chiến lược hoàn hảo nếu như giá nhà tiếp tục tăng lên mãi. Vậy nếu nó giảm thì sao? Những căn nhà để nghỉ lễ không chỉ giúp ta kiếm được chút tiền cho thuê vào tháng Bảy và tháng Tám, mà đồng thời còn tăng giá trị sau vài năm. Những người chủ nhà hạnh phúc có thể tận hưởng cả tài sản và niềm vui vì biết rằng thậm chí khi kế hoạch lương hưu trở nên bất ổn, sở hữu hai căn nhà sẽ chu cấp đầy đủ cho họ sau khi về hưu.

Tất nhiên, hầu hết mọi người đều nhận ra rằng tỉ lệ lợi nhuận hai

con số là điều mà họ không thể nào có được hết năm này qua năm khác, và những năm đầu thế kỷ XXI là những trường hợp ngoại lệ. Nhưng dù vậy, rất nhiều người tin rằng thậm chí cả khi tỉ lệ lợi nhuận tăng chậm hơn, giá nhà đất vẫn có thể tăng lên trong vòng 10 năm tới. Tuy nhiên, điều đó không hề được bảo đảm. Đó cũng là niềm tin đã khiến người ta tin tưởng ở thị trường chứng khoán ở giai đoạn 1999-2000.

Chung quy lại, những lập luận liên quan đến nhu cầu trở nên yếu hơn so với thời gian đầu mới được đưa ra. Tuy nhiên, vẫn có hai thay đổi mang tính cấu trúc ngày càng trở nên có lý. Thay đổi thứ nhất là thuế nhà đất ở Anh không còn được ưu đãi như trước. Ở những năm 1970, lãi suất cho vay đối với tất cả các khoản vay thế chấp đều được miễn thuế. Sang thập niên 1980, ưu đãi này bị hạn chế, tuy nhiên đó vẫn còn là một ưu đãi về thuế quan trọng trong suốt thời kỳ bùng nổ giá nhà đất của những năm 1980. Cuối cùng, đến năm 2000-2001 thì nó hoàn toàn bị bãi bỏ. Ngân hàng Trung ương Anh tính toán rằng thay đổi trong việc áp dụng thuế giữa năm 1990 và 2000 đã làm tăng một cách hiệu quả chi phí vay vốn khoảng 3%/năm và điều này đã làm giảm mức giá cân bằng cung cầu của nhà đất xuống khoảng 9%. [53]

Trong khi đó, phí công chứng mua bán nhà tăng lên rất mạnh, một lần nữa làm giảm giá trị của nhà. Phí công chứng vốn chỉ có 1%, nhưng chỉ đối với những căn nhà có giá trị trên 60.000 Bảng, vẫn là một con số khá cao ở thời điểm thập niên 1980. Giờ đây, với mức giá trị tài sản bình quân khoảng 170.000 Bảng, chỉ có một số rất nhỏ giao dịch được miễn loại phí này. Tuy nhiên, những người mua những căn nhà có giá trị từ 250.000 Bảng trở lên trả mức phí 3%, và mức phí này sẽ tăng lên 4% đối với những tài sản giá trị trên 500.000 Bảng. Tỉ lệ ảnh hưởng có lẽ ít nhất cũng cao hơn 1% so với 15 năm trước, tức là làm giảm giá nhà xuống 3% [54].

Và cuối cùng, thuế hội đồng (council tax) [55] tính trên giá trị tài sản phải trả cho các cơ quan chính quyền địa phương cũng làm giảm giá

nhà đất bằng việc tăng chi phí chuyển từ việc sở hữu một căn nhà sang một căn nhà khác có giá trị cao hơn. Cuối thập niên 1980, nước Anh không đánh thuế trên giá trị nhà bởi vì họ đã áp dụng thuế thân (poll tax – thu một mức thuế cố định đối với người cư trú) thay cho hệ thống tính thuế trước đây. Mức thuế hội đồng từ 0,25-0,50% giá trị nhà đủ để kéo giá nhà đất giảm xuống 2-5% so với những năm 1980.

Nhìn chung, việc thay đổi về thuế có thể giảm mức giá nhà đất khoảng 15% tương ứng với lợi nhuận hoặc thu nhập từ việc cho thuê nhà. Nhà đất vẫn đang được hưởng ưu đãi về thuế, vì những người chủ sở hữu nhà để ở vẫn không bị đánh thuế trên khoản thu nhập thặng dư từ việc mua bán, trong khi những nhà đầu tư nước ngoài cũng không phải trả thuế thu nhập thặng dư của tài sản đầu tư. Nhưng những quy định này gần đây vẫn không thay đổi, do đó, về mặt nguyên tắc, nó không hề biện minh cho việc tăng giá của nhà đất.

Có một thay đổi trong vòng 15 năm qua là việc đưa ra áp dụng chế độ thuế và quy định ưu đãi cho nhà đầu tư, sau khi xem xét lại toàn bộ quy định cho thuê bất động sản vào cuối thập niên 1980 (quá muộn để có ảnh hưởng đến bong bóng). Chủ sở hữu nhà giờ đây trực tiếp được hưởng một chính sách thuế tương đối dễ dàng đối với tài sản cho thuê và có thể tống cổ những người thuê nhà không trả tiền một cách dễ dàng hơn. Tuy nhiên, làn sóng sở hữu bất động sản đầu tư cũng gây ra nhiều lo lắng chẳng kém gì những lý giải về giá nhà lại cao. Giá cho thuê nhà tăng ít hơn nhiều so với giá nhà trong suốt thời kỳ bùng nổ và có dấu hiệu cho thấy những nhà đầu tư có kinh nghiệm phụ thuộc quá nhiều vào lợi nhuận thu được từ việc bán tài sản.

Lý do thứ hai làm cho những lập luận cho rằng việc cầu nhà đất vượt cung trở nên không còn giá trị chính là việc người ta mở rộng căn nhà của họ. Điều này thường bị bỏ qua, nhưng việc mở rộng đã làm tăng một cách hiệu quả quỹ nhà ở (housing stock), ngay cả khi số lượng nhà xây mới là rất ít. Và giá trị nhà đất cao (cũng như thuế công chứng cao) làm cho việc mở rộng nhà cửa trở nên hấp dẫn. Tôi đoán rằng phần lớn

tài sản ở miền Nam nước Anh, nơi mà giá nhà đất tương đối cao so với chi phí xây dựng, đã được mở rộng thêm trong suốt hai mươi năm qua và nhiều năm gần đây. Nếu tất cả mọi căn nhà ba phòng ngủ đều được mở rộng để trở thành bốn phòng ngủ và một phòng khách dưới cầu thang, thì thực tế căn nhà đã được mở rộng thêm đến 25%. Tất nhiên, không phải căn nhà nào cũng đã mở rộng hoặc có thể mở rộng, và quá trình này đã diễn ra suốt một thời kỳ dài, nhưng tôi có thể dự tính rằng mức tăng của quỹ nhà ở từ việc mở rộng này có ảnh hưởng lớn không kém gì việc xây dựng nhà mới.

Tuy nhiên, cuối cùng, để biết được bong bóng bị ảnh hưởng thế nào bởi kỳ vọng tăng giá hơn những yếu tố kinh tế căn bản (cung-cầu), hãy xem xét trả lời những câu hỏi sau. Nếu một người tin rằng đầu tư vào nhà đất là một khoản đầu tư có thu nhập cao, họ sẽ mua bao nhiêu căn nhà? Liệu họ có vay thêm tiền để mua một căn nhà lớn hơn, một khu vực tốt hơn, hoặc một căn nhà thứ hai dù biết rằng tiền lãi phải trả cho các khoản vay thế chấp cũng chỉ là một khoản chi phí, giống như chi phí tiền điện, chứ không phải là một khoản đầu tư đầy hứa hẹn? Hoặc là liệu họ có giới hạn lòng tham của mình không? Khi giá của một thứ gì đó tăng lên gấp đôi và người ta lại muốn mua nhiều hơn chứ không phải ít đi, chúng ta có thể nghi ngờ rằng thị trường đang ở giai đoạn bong bóng.

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH CHỌC VỠ BONG BÓNG

Bong bóng và cách thoát khỏi chúng (Bubbles and How to Survive Them), một cuốn sách được phát hành năm 2004, tập trung tìm hiểu xem cái gì sẽ là yếu tố làm bong bóng vỡ. Những đợt bùng nổ về giá nhà đất trong quá khứ thường đi kèm với việc tăng lãi suất và một thời kỳ suy thoái. Vào năm 2004, cả hai yếu tố trên đều khó nhận ra. Năm 1990, lãi suất là 15% và niềm tin rằng chúng ta sẽ không bao giờ lại có mức lãi suất cao như vậy thường được đưa ra làm lý do để không phải lo lắng về giá nhà đất. Thực tế, trong thời gian kể từ khi cuốn sách được phát hành cho đến thời điểm giá nhà lên đến đỉnh năm 2007, giá nhà

bình quân ở Anh tăng thêm 20%. Sự thực là gần như nói được bong bóng sẽ làm tăng giá đến mức nào vì theo định nghĩa, trong thời kỳ bong bóng, giá trị thị trường khác hẳn giá trị căn bản. Bong bóng gần như luôn luôn làm chúng ta ngạc nhiên trên đà tăng lên của nó. Tuy nhiên, cuối cùng thì sẽ có một yếu tố kích thích bong bóng vỡ. Và yếu tố đó thường đến từ một nơi hết sức bất ngờ.

Năm 2007, khủng hoảng tài chính tại Mỹ đã là yếu tố làm vỡ bong bóng. Trong chương 7, chúng ta sẽ nghiên cứu chi tiết về diễn biến của sự kiện này, bắt đầu từ tháng 8/2007, mang đến một cuộc khủng hoảng kinh tế tồi tệ nhất kể từ thập niên 1930. Cuộc khủng hoảng này đã dẫn đến sự chuyển hướng đột ngột của thị trường nhà đất Anh. Khi việc chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp ở Mỹ đột ngột ngừng lại thì ở Anh cũng vậy. Bỗng dưng các ngân hàng không thể bán các khoản nợ thế chấp cho các nhà đầu tư mà phải giữ chúng trong bảng cân đối tài sản của mình. Năm 2006, khoảng 40% các khoản vay thế chấp được chứng khoán hóa. Từ tháng 8/2007, con số này giảm xuống gần như bằng 0 và đến tận cuối năm 2008, thị trường này vẫn chưa hoạt động trở lại.

Việc mất đi giải pháp này đối với những người cho vay thế chấp đã là một cú đánh cực mạnh, tuy nhiên đó cũng chỉ mới là một phần của vấn đề. Cuộc khủng hoảng tài chính nhanh chóng khiến các ngân hàng cẩn thận một cách quá đáng trong việc cho vay lẫn nhau và cho vay đối với những người đi vay cuối cùng. Họ lo sợ vì không biết những khó khăn của thị trường nhà đất ở Mỹ sẽ lan ra đến tận đâu. Khủng hoảng mau chóng đánh trúng nước Anh khi Northern Rock, nhà cho vay thế chấp lớn thứ 5 ở Anh, bị khủng hoảng do khách hàng đến rút tiền ồ ạt (bank-run). Đầu tiên là những tổ chức cho ngân hàng vay tiền với số lượng lớn bắt đầu rút tiền ra, tiếp theo đó là những người gửi tiền nhỏ lẻ, nhận thức rằng tiền gửi của họ có thể bị rủi ro, bắt đầu xếp hàng để rút tiền ở ngân hàng. Northern Rock gặp khó khăn cơ bản vì nó quá phụ thuộc vào việc vay tiền từ thị trường bán sỉ để cho vay thế chấp. Nhưng đồng

thời, nó gặp khó khăn cũng do việc người ta nhận thức rằng trong các sản phẩm cho vay thế chấp của ngân hàng này có những sản phẩm rủi ro một cách bất thường. Một sản phẩm mà ngân hàng này cung cấp cho phép người ta vay trước một khoản tiền tương đương 117% giá trị của căn nhà. Chính phủ Anh buộc phải can thiệp bằng cách bảo đảm cho người gửi tiền và vào đầu năm 2008, quốc hữu hóa Northern Rock khi không tìm được người mua lại ngân hàng.

Những khủng hoảng ở Northern Rock dẫn đến một hậu quả là sự giảm sút cực mạnh trong cạnh tranh tín dụng. Các ngân hàng bỏ dần các sản phẩm rủi ro, tỉ lệ cho vay trên giá trị nhà (loan-to-value ratio) giảm xuống, và việc thẩm định giá trị tài sản được thực hiện một cách cẩn thận hơn. Nhiều người không còn vay được khoản vay thế chấp mà họ muốn nữa, hoặc ít nhất là không ở mức lãi suất mà họ mong đợi. Trong lúc đó cảm tính thay đổi rất nhanh, vì thế kỳ vọng về giá nhà tương lai trở nên cẩn trọng hơn. Những người mua rút ra khỏi thị trường, một số người đổ xô bán nhà và giá nhà bắt đầu giảm xuống. Hy vọng rằng khủng hoảng rồi sẽ nhanh chóng qua đi là sai lầm. Sự phá sản của Lehman Brother vào tháng 9/2008 đã đẩy khủng hoảng tài chính lên một tầm cao mới và Chính phủ Anh buộc phải cứu trợ trực tiếp một số ngân hàng lớn khác. Tâm lý người tiêu dùng trở nên khó chịu, nền kinh tế đình trệ một cách đột ngột, và cho vay thế chấp vẫn tiếp tục bị thắt chặt hơn bằng việc các ngân hàng hết sức giảm dư nợ cho vay.

Đến tháng 9/2008, chỉ số giá nhà đất ở Anh đã giảm xuống 13% so với thời kỳ đỉnh điểm hè năm 2007. Nhưng hy vọng ban đầu rằng lãi suất có thể được cắt giảm nhanh chóng để hạn chế sự suy thoái đã sụp đổ khi Ngân hàng Trung ương Anh không hề có sự thay đổi nào trong suốt năm 2008 mà tiếp tục lo lắng về áp lực lạm phát, đặc biệt là sau đợt tăng mạnh của giá dầu. Giá nhà tiếp tục giảm sâu hơn là điều không thể tránh khỏi khi ngành ngân hàng vẫn còn tiếp tục chịu nhiều áp lực, khi nền kinh tế ngày càng yếu đi, và kỳ vọng về giá nhà thì đã thay đổi

theo chiều hướng tiêu cực. Nhưng rồi giá nhà sẽ còn giảm đến đâu?

RỦI RO SUY THOÁI CÓ ĐÁNG KỂ KHÔNG?

Những người đã cho rằng giá nhà không phải đang ở trong thời kỳ bong bóng hoặc cho rằng giá nhà chỉ bị định giá hơi cao vẫn tin rằng việc suy giảm sẽ không nhiều và giá nhà sẽ nhanh chóng đảo chiều. Các mô hình định giá nhà đất như mô hình được IMF sử dụng mà chúng ta đã nói ở trên đều cho rằng giá nhà đất giảm khoảng 20% so với thời kỳ đỉnh điểm là đủ để có một mức giá hợp lý. Tất nhiên, điều này không hề loại trừ việc giá cả có thể giảm mạnh hơn trong thời kỳ suy thoái, điều thường thấy ở các thị trường. Theo quan điểm này, một sự suy giảm từ đỉnh xuống đáy khoảng 30% dường như là chắc chắn. Việc giảm giá mạnh như vậy là chắc chắn nếu nền kinh tế trải qua một đợt suy thoái như hiện đang diễn ra. Nhưng việc suy giảm chỉ 30% ít nhất cũng mang đến một hi vọng rằng giá nhà sẽ hồi phục trong vòng một vài năm để trở lại mức cuối 2008 và có thể sẽ vượt qua đỉnh điểm năm 2007 ở khoảng thời gian 2020-2025. Sẽ mất nhiều thời gian như vậy để quay trở lại đỉnh bởi lạm phát giá tiêu dùng vẫn đang ở mức thấp, thấp hơn nhiều so với đầu thập niên 1990.

Tuy nhiên, giá nhà đất có thể giảm hơn 30%. Mô hình nói trên quá phụ thuộc vào lãi suất thấp và kỳ vọng về việc có thêm nhiều hộ gia đình để giải thích giá nhà đất. Như đã nói ở trước, có rất nhiều lập luận chống lại quan điểm rằng lãi suất thấp có thể giải thích cho việc tăng giá nhà đất. Hơn nữa, hậu quả của khủng hoảng tài chính là lãi suất không còn thấp như trước đây nữa, tương ứng với lãi suất cơ bản, trong khi các tiêu chí cho vay thế chấp lại bị thắt chặt và sẽ tiếp tục chặt chẽ hơn nữa. Đặc biệt, yêu cầu đặt cọc nhiều hơn là một cản trở lớn đối với người mua nhà. Kỳ vọng về việc có thêm nhiều hộ gia đình mới cho rằng việc nhập cư sẽ vẫn tăng mạnh, tuy nhiên trong một nền kinh tế suy yếu, dường như người ta thường xuất cảnh nhiều hơn. Và quan trọng nhất là mô hình đó có khuynh hướng ít hoặc không hề xem xét đến mức độ ảnh hưởng của kỳ vọng đối với giá nhà đất. Kỳ vọng giá nhà đất đã được

nâng cao suốt một thời gian dài đến mức khi chúng đảo chiều, có khả năng sẽ diễn ra một thời kỳ thị trường giảm giá rất dài.

Theo quan điểm của tôi, khả năng dễ xảy ra nhất là giá nhà đất sẽ giảm khoảng 50% so với thời kỳ đỉnh điểm, với mức đáy có thể diễn ra ở năm 2011 hoặc 2012. Giai đoạn thị trường xuống giá thường kéo dài khoảng ba đến năm năm. Trong điều kiện này, lạm phát giá tiêu dùng thậm chí có thể còn thấp hơn cả tỉ lệ lạm phát thấp nhất mà chúng ta đưa ra, cộng thêm rủi ro giảm phát. Do đó, dường như phải mất ít nhất 20 năm để thị trường quay trở lại mức giá ở thời điểm 2007.

Nếu giá nhà đất vẫn giữ nguyên hoặc chỉ giảm nhẹ trong vòng 10 đến 20 năm, điều đó không làm cho những người mua nhà để ở lo lắng. Hầu hết mọi người mua nhà trước giai đoạn đỉnh điểm của bong bóng cho nên, khi tài sản của họ bị hao mòn bớt và có thể cảm thấy thất vọng thì sự mất mát của họ cũng không nhiều. Tất nhiên, thất vọng có thể là một yếu tố quan trọng nếu như họ quá phụ thuộc vào sự tăng giá trong tương lai để làm nguồn tài chính cho cuộc sống khi về hưu. Tuy nhiên, đúng là trong khả năng này thì lãi suất cho vay thế chấp có vẻ thấp, làm giảm chi phí cho việc vay tiền thế chấp. Nhưng chi phí để bảo dưỡng căn nhà thường bị bỏ qua khi so sánh và trên thực tế, mỗi năm chúng có thể chiếm 1-2% giá trị của căn nhà. Hãy xem xét nhu cầu thay mái nhà và cửa sổ, trang trí nội thất và bên ngoài, cũng như định kỳ thay đổi nhà bếp, phòng tắm, hệ thống lò sưởi trung tâm và thiết bị điện.

Đối với những người đầu tư địa ốc, khả năng giá giảm 30% hoặc hơn có thể sẽ là một sự thất vọng rất lớn; bởi vì họ sẽ không kiếm được chút lợi nhuận nào trong vòng 10 năm hoặc hơn. Khả năng giá giảm 50% thậm chí sẽ còn tồi tệ hơn. Tất nhiên, miễn là các nhà đầu tư có thể tìm thấy người thuê nhà và giá thuê nhà không giảm, thu nhập ròng từ cho thuê vẫn có thể là số dương và do đó, họ vẫn có được chút thu nhập sau khi trừ hết các chi phí, tuy không được cao lắm do mức độ thu nhập từ việc cho thuê thấp. Khó mà xác định được một cách chính xác các nhà đầu tư sẽ dừng lại ở đâu, bởi vì nhiều người phụ thuộc vào việc

họ vay bao nhiêu tiền và thu nhập cho thuê nhà của họ là bao nhiêu. Nhưng chắc chắn rằng sẽ có rất nhiều nhà đầu tư bị thất vọng. Lựa chọn mà họ có là bán và chấp nhận lỗ hoặc chờ cho đến khi mọi chuyện qua đi, tuy nhiên họ sẽ mất cơ hội đầu tư vào nơi khác. Một số nhà đầu tư có thể bị buộc phải bán tài sản.

Một thời kỳ sụp đổ giá nhà đất kéo dài tương tác với nền kinh tế để tạo ra một thời kỳ suy thoái nặng nề. Xuyên suốt giai đoạn bong bóng nhà đất, lãi suất tiết kiệm hộ gia đình giảm xuống còn dưới 2% năm 2008. Với nền kinh tế suy yếu và giá nhà giảm, lãi suất tiết kiệm sẽ tăng lên trong những năm tới, giảm mức chi tiêu tiêu dùng và giảm tăng trưởng GDP. Suy thoái càng tồi tệ thì lãi suất càng có thể bị cắt giảm xuống thấp hơn, có thể xuống 0-1%. Mức lãi suất thấp như vậy có thể giúp những người sở hữu và những người đầu tư nhà đất, nhưng không thể ngăn giá nhà đất không giảm xuống nữa bởi vì những người mua nhà sẽ phải cố gắng tìm tiền để đặt cọc. Bảng Anh cũng sẽ yếu đi, làm kích thích xuất khẩu. Nhưng sau thời kỳ bong bóng lớn nhất trong lịch sử này, sự điều chỉnh sẽ rất lớn.

LIỆU CÓ THỂ TRÁNH ĐƯỢC BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở ANH HAY KHÔNG?

Ngăn chặn bong bóng đòi hỏi phải bắt đầu có hành động từ rất lâu trước đây, khoảng năm 1998-2000. Giá nhà tăng lên đến mức bong bóng trước hết ở London, lan ra đến Đông Nam sau đó một vài năm, và trải khắp đất nước ở năm 2002-2003. Một mức lãi suất cao hơn có thể đã hạn chế được bong bóng, nhưng nó lại có nguy cơ khiến cho tăng trưởng kinh tế thấp hơn và do đó, tỉ lệ thất nghiệp tăng. Và vì lạm phát giá tiêu dùng chỉ thực sự bắt đầu trở thành rắc rối từ năm 2007, thậm chí với mức tăng trưởng tương đối nhanh này, tất nhiên người ta sẽ tranh luận rằng việc hy sinh tăng trưởng để kiểm soát giá nhà đất không phải là điều nên làm. Hơn nữa, tăng lãi suất lên cao hơn để làm giảm bùng nổ giá nhà đất có thể đã khiến cho đồng Bảng mạnh hơn so với đồng Euro, khiến cho việc sản xuất còn trở nên tệ hơn. Do đó, rất dễ

nhận thấy tại sao Ngân hàng Trung ương Anh không sẵn sàng đối đầu với bong bóng nhà đất một cách trực tiếp. Tuy nhiên, nếu như nỗi lo sợ tồi tệ nhất của tôi thành sự thật và giá nhà đất giảm 50% trong những năm tới, chúng ta có thể nhìn lại và nói rằng việc đánh đổi giữa tăng trưởng và kiểm soát giá nhà đất nói trên là điều nên làm.

Tuy nhiên, tôi cho rằng cách tiếp cận tốt hơn là việc hỏi xem liệu các biện pháp khác ngoài tăng lãi suất có khả năng làm giá nhà đất tăng chậm hơn không. Có thể nhiều lời cảnh báo nghiêm khắc từ phía những người làm việc trong các tổ chức chính quyền sẽ làm được điều đó. Các thành viên của Ủy ban chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Anh, bao gồm cả Thống đốc ngân hàng Trung ương, thường xuyên đưa ra những lời cảnh báo, nhưng nhìn chung vẫn không có được chút ảnh hưởng nào. Các bộ trưởng thì hầu như im lặng, chắc chắn là vì họ không muốn hủy hoại Đảng của họ và việc chống lại sự sụp đổ giá nhà đất cũng không giúp họ được tái đắc cử.

Hành động mạnh mẽ có thể và có lẽ đã được thực hiện từ ngân hàng trong hoạt động cho vay. Các cơ quan giám sát ngân hàng đã vài lần cảnh báo việc cho vay quá mức, tuy nhiên hiệu quả của những cảnh báo đó không cao. Dường như các ngân hàng vẫn rất yên tâm với những rủi ro mà họ đang chấp nhận, tin tưởng rằng dù giá nhà có giảm xuống mạnh và nhiều người gặp phải tình trạng giá trị tài sản thâm hụt thì mức độ vỡ nợ vẫn ít.

Tuy nhiên, vấn đề căn bản là trong suốt giai đoạn bong bóng đó, cơ quan giám sát ngân hàng chỉ tập trung vào rủi ro mà mỗi định chế tài chính gặp phải, nên không quan tâm đầy đủ đến khối lượng của toàn bộ những khoản vay mới. Tôi không mấy ủng hộ những quy định và luật lệ mới, nhưng tôi chắc rằng, với hậu quả của bong bóng, chúng ta sẽ thấy nhiều thay đổi lớn.

[51]. Xem bảng phân tích đầy đủ và chi tiết ở “Barker Report”, Kate Barker, Mang lại sự ổn định: Đảm bảo nhu cầu về nhà ở trong tương lai của chúng ta (Delivering Stability: Securing our Future Housing Needs) 17/3/2004 trên trang www.barkerreview.org.

[52]. OECD, Viễn cảnh kinh tế (Economic Outlook), tháng 3/2008, phụ lục 28

[53]. Ngân hàng Trung ương Anh, Financial Stability Review, tháng 6/2000, trang 105-125

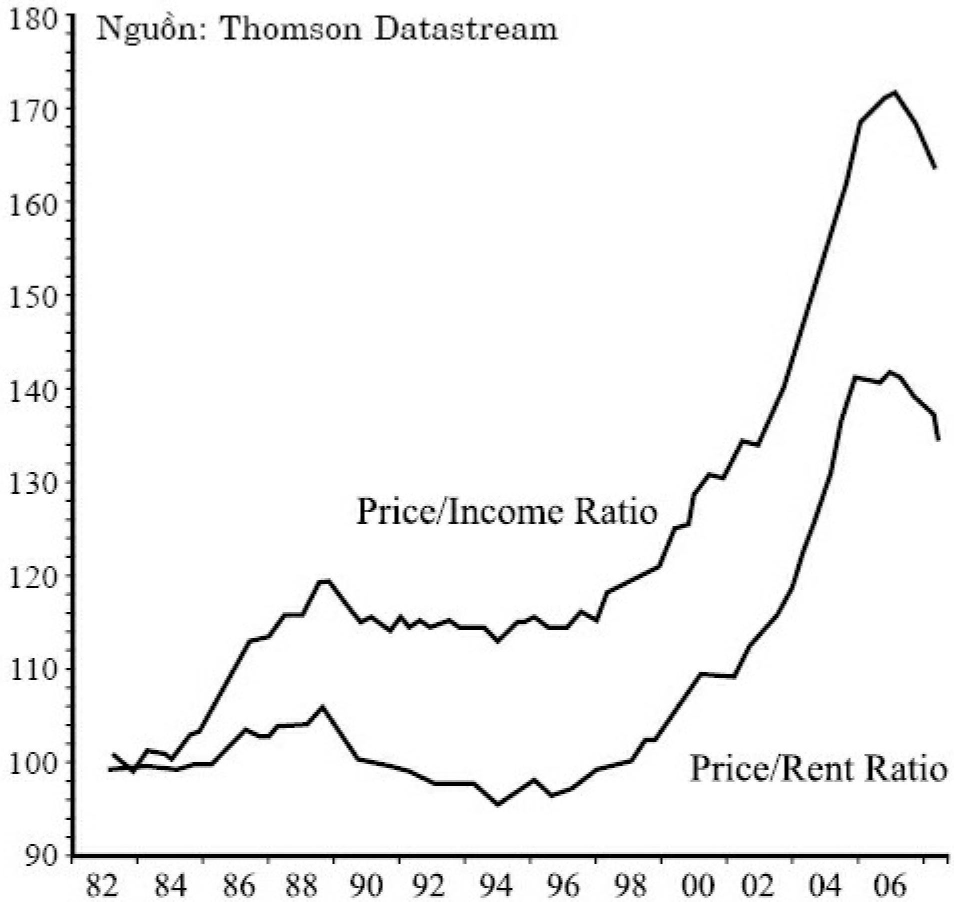
[54]. CEBR, trích trong The Business , ngày 26/10/2003, trang 2

[55]. Là loại thuế cho các dịch vụ hội đồng mà người sở hữu nhà hoặc người đang thuê căn nhà đó phải đóng cho chính quyền địa phương.

7. BONG BÓNG PHÌNH TO VÀ VỠ TAN Ở MỸ

Trong khi bong bóng nhà đất ở Anh vỡ gây nguy hiểm nghiêm trọng đối với nước Anh thì chính việc bong bóng ở Mỹ nổ đã nhấn chìm cả hệ thống tài chính thế giới vào khủng hoảng và tiếp tục đe dọa nền kinh tế thế giới. Khi phát triển, bong bóng nhà đất đã là một nhân tố đi đầu trong tăng trưởng kinh tế. Việc xây dựng nhà phát triển mạnh, tạo ra vô số việc làm cho công nhân xây dựng, trong khi đó làn sóng mua bán nhà đất cũng đã tạo ra một lượng lớn việc làm cho những đại lý nhà đất và những người môi giới nhà đất. Việc bán lẻ cũng bùng nổ theo bởi vì người ta mua thêm nhiều đồ đạc dụng cụ để trang trí nhà cửa, và thường là người ta vay mượn thêm một chút để làm việc đó. Bây giờ, khi giá nhà giảm xuống, tất cả những thứ này cũng đảo chiều đi xuống. Ở thời điểm tôi viết cuốn sách này, ảnh hưởng toàn bộ của việc giảm giá nhà vẫn còn cực kỳ không chắc chắn. Nhưng mức độ suy giảm cuối cùng của giá nhà đất ở Mỹ dường như là yếu tố quyết định mức độ thua lỗ cuối cùng của các ngân hàng trong đợt khủng hoảng này và sự lan tỏa của sự yếu kém của nền kinh tế Mỹ và thế giới.

Bong bóng ở Mỹ cũng đầy kịch tính và có ảnh hưởng sâu rộng như bong bóng ở Anh nhưng có một sự khác biệt chủ yếu là nó được phân thành vùng. Bình quân, giá nhà của cả nước tăng lên 134% trong 10 năm tính đến tháng 6/2007, theo báo cáo về chỉ số giá nhà đất hàng quý của S&P Case-Shiller, hoặc 89% theo chỉ số giá nhà đất của Chính phủ đưa ra. Cả hai con số này đều vượt xa tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng vốn chỉ có 29%. Giá cả thay đổi một vài lần năm 2006 hoặc 2007, phụ thuộc vào việc bạn xem xét chỉ số nào, và đến giữa năm 2008 thì giảm 18% theo chỉ số Case-Shiller nhưng theo chỉ số của Chính phủ thì mức độ giảm ít hơn 5% [56].



Sơ đồ 7.1
Mỹ: Chỉ số giá nhà đất

Với con số bình quân toàn quốc đó, có những sự chênh lệch trên từng vùng của đất nước. California tăng nhiều nhất, với Los Angeles, San Franciso và San Diego tăng hơn gấp ba giá trị trong vòng 10 năm tính đến 2006. Miami, Washington DC, Boston và Seattle tăng từ 150% hoặc hơn. Trong khi đó, những khu vực khác như Chicago, Detroit và Atlanta chỉ tăng ít hơn 100%, cho dù vẫn cao hơn nhiều so với tỉ lệ lạm phát. Mức giá bình quân của một căn hộ ở Manhattan tăng lên đến đến 1 triệu USD vào mùa xuân năm 2004 và sau đó vẫn tiếp tục tăng lên.

Theo số liệu của cả nước, trước 2006, giá nhà đất chưa giảm quá ¼ kể từ những năm 1930. Nhưng ở một số vùng, đặc biệt là những vùng

ven biển, giá nhà đất biến động rất mạnh và thỉnh thoảng lại có những đợt bong bóng và bong bóng vỡ. Giá nhà đất ở Texas sụp đổ sau đợt giảm mạnh của giá dầu năm 1986, trong khi giá nhà đất ở California và New England thì giảm mạnh sau đợt suy thoái kinh tế năm 1990, trong đó California bị ảnh hưởng mạnh do việc cắt giảm chi tiêu quốc phòng sau sự kiện bức tường Berlin sụp đổ. Nhưng nhiều người, kể cả Chủ tịch Fed Greenspan vẫn cho rằng bong bóng đó chưa phải là một sự kiện mang tính quốc gia, đó chỉ là những đợt bong bóng của từng địa phương. Điều này cũng không phải là hoàn toàn sai. Trên nhiều vùng nước Mỹ, giá nhà đất tăng tương đối ít và tất nhiên không hề có sự điên cuồng như ở những vùng gần đến đỉnh điểm như Florida, Las Vegas hay San Diego. Tuy nhiên, số lượng khu vực xảy ra bong bóng lần này nhiều chưa từng có và hơn nữa, bao gồm cả nhiều khu vực mà bất động sản có giá trị nhất.

Bảng 7.1

Giá nhà tăng ở những thành phố lớn

Thành phố	Tháng đỉnh điểm	10 năm tính đến tháng đỉnh điểm (%)	5 năm tính đến tháng đỉnh điểm (%)	Giảm so với đỉnh điểm (%)*
Los Angeles	09/2006	267	129	-27,5
San Diego	11/2005	249	117	-28,9
San Francisco	05/2006	226	63	-25,5
Miami	12/2006	219	31.2	-31,2
Washington DC	05/2006	183	111	-20,6
New York	06/2006	171	78	-10,1
Las Vegas	08/2006	160	110	-31,4
Boston	09/2005	157	62	-12,1

Seattle	07/2007	136	25	-7,1
Chicago	09/2006	96	45	-11
Detroit	12/2005	74	14	-27,1
Case-Shiller 20	07/2006	-	75	-18
Case-Shiller cho tất cả	Quý 2 - 2006	134	69	-19
Lạm phát giá tiêu dùng	06/2006	29	14	9

* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập nhiên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58].

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng

nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã

thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45

-11

Detroit

12/2005

74

14

-27,1

Case-Shiller 20

07/2006

-

75

-18

Case-Shiller
cho tất cả
Quý 2 - 2006
134
69
-19
Lạm phát giá tiêu dùng
06/2006
29
14
9
* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập niên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57] . Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58] .

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las

Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo

bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45

-11

Detroit

12/2005

74

14

-27,1

Case-Shiller 20

07/2006

-

75

-18

Case-Shiller

cho tất cả

Quý 2 - 2006

134

69

-19

Lạm phát giá tiêu dùng

06/2006

29

14

9

* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập niên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58].

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành

phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45

-11

Detroit

12/2005

74

14

-27,1

Case-Shiller 20

07/2006

-

75

-18

Case-Shiller

cho tất cả

Quý 2 - 2006

134

69

-19

Lạm phát giá tiêu dùng

06/2006

29

14

9

* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập nhiên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58] .

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến

năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền

thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45

-11

Detroit

12/2005

74

14

-27,1

Case-Shiller 20

07/2006

-

75

-18

Case-Shiller

cho tất cả

Quý 2 - 2006

134

69

-19

Lạm phát giá tiêu dùng

06/2006

29

14

9

* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập niên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không

[58]
.

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo

chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45

-11

Detroit

12/2005

74

14

-27,1

Case-Shiller 20

07/2006

-

75

-18

Case-Shiller

cho tất cả

Quý 2 - 2006

134

69

-19

Lạm phát giá tiêu dùng

06/2006

29

14

9

* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập nhiên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng

bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58].

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ

số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45

-11

Detroit

12/2005

74

14

-27,1

Case-Shiller 20

07/2006

-

75

-18

Case-Shiller

cho tất cả

Quý 2 - 2006

134

69

-19

Lạm phát giá tiêu dùng

06/2006

29

14

9

* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập nhiên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà

đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58].

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1 thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở

thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Seattle

07/2007

136

25

-7,1

Chicago

09/2006

96

45
-11
Detroit
12/2005
74
14
-27,1
Case-Shiller 20
07/2006
-
75
-18
Case-Shiller
cho tất cả
Quý 2 - 2006
134
69
-19
Lạm phát giá tiêu dùng
06/2006
29
14
9
* Tính đến 05/2008

Sau đợt điều chỉnh giá ở đầu thập nhiên 1990, thị trường tiếp hồi phục dần dần ở giữa và tăng mạnh ở cuối thập niên 1990. Mức tăng giá 134% trong vòng 10 năm tính đến 2006 ít hơn so với nhiều nước khác, nhưng lại quá cao so với tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng chỉ ở 29%. Đến

trước năm 2002, người ta bắt đầu bàn luận nhiều về bong bóng nhà đất, với những bài phân tích cho thấy rằng tính trên cơ sở toàn quốc, giá nhà đất bây giờ có vẻ cao hơn so với những xu hướng trước đây [57]. Những nghiên cứu khác lại phủ nhận quan điểm cho rằng đang có hiện tượng bong bóng, nhưng không phủ nhận rằng giá sẽ tiếp tục tăng trong vòng 5 năm tới và đến 2006-2007 thì không chắc chúng có còn tăng không [58].

Giá nhà bắt đầu ngừng tăng ở một số thành phố từ cuối năm 2005, trong khi ở một số thành phố khác thì việc bùng nổ tiếp tục kéo dài đến năm 2007. Đầu tiên, giá nhà chỉ giảm một chút, nhưng sau đó, do khủng hoảng tài chính tháng 8/2007, chúng bắt đầu tụt dốc. Các thành phố ở bờ biển phía Đông bị ảnh hưởng nặng nề nhất, bao gồm Los Angeles, San Francisco và San Diego giảm cực mạnh, cả Miami và Las Vegas cũng giảm nhanh. Tuy nhiên, ngay cả ở trong những thành phố đó vẫn có sự chênh lệch giữa các vùng. Những vùng bị ảnh hưởng nặng nề nhất là những khu vực mới, thường là vùng ngoại ô. Một số vùng thậm chí còn chưa xây dựng xong, những nhà xây dựng ngưng hoạt động, bỏ lại một vài căn nhà vừa hoàn thành, góp thêm vào mớ kế hoạch xây dựng và những công trình dở dang. Những khu vực lâu đời nhưng nghèo nàn cũng phải chịu ảnh hưởng nặng vì người mua nhà sử dụng tiền cho vay thế chấp dưới chuẩn để mua nhà và bây giờ không thể trả được nợ. Ở Miami, Las Vegas và vùng Inland Empire (ngoại ô Los Angeles), nhiều người mua nhà để sở hữu căn nhà thứ hai hoặc để đầu cơ. Khi giá giảm, các nhà đầu cơ thường bỏ đi và bỏ cả tiền cọc, khiến những công ty xây dựng chật vật đi tìm người mua mới. Mọi chuyện tiếp tục diễn ra năm 2008, việc suy giảm giá nhà đã lan ra ngày càng nhiều nơi khiến hầu hết mọi người ở thành phố lớn bị ảnh hưởng, ít nhất cũng ở một mức độ nào đó.

Chắc chắn là nhà đất đã bị định giá quá cao ở thời điểm đỉnh, nhưng cao đến mức độ nào vẫn đang là một vấn đề gây tranh cãi. Biểu đồ 7.1

thể hiện tỉ lệ giữa giá so với giá thuê nhà và giá so với thu nhập. Cả hai chỉ số này đã từng trải qua những chu kỳ tăng giảm trước đây, nhưng ở thời kỳ đỉnh điểm, chúng tăng 50% so với mức bình quân mà Case-Shiller đưa ra và cao hơn 40% so với chỉ số FHFA (xem biểu đồ). Trước đợt suy thoái thị trường nhà đất ở thập niên 1980 và đầu 1990, các chỉ số này giảm 10% trong suốt chu kỳ 3 đến 5 năm. Nhưng từ đỉnh điểm lần này, việc trở lại chu kỳ cũ đòi hỏi mức giảm giá đến tận 50% theo chỉ số Case-Shiller và 30% theo chỉ số FHFA. Trong các giai đoạn trước, cả thu nhập và tiền thuê nhà tăng cùng với lạm phát, và do đó, ảnh hưởng dường như cũng ít hơn. Tuy nhiên lần này, thu nhập và tiền thuê nhà tăng lên rất chậm, do đó việc điều chỉnh giá phải thực hiện thông qua việc giảm giá danh nghĩa.

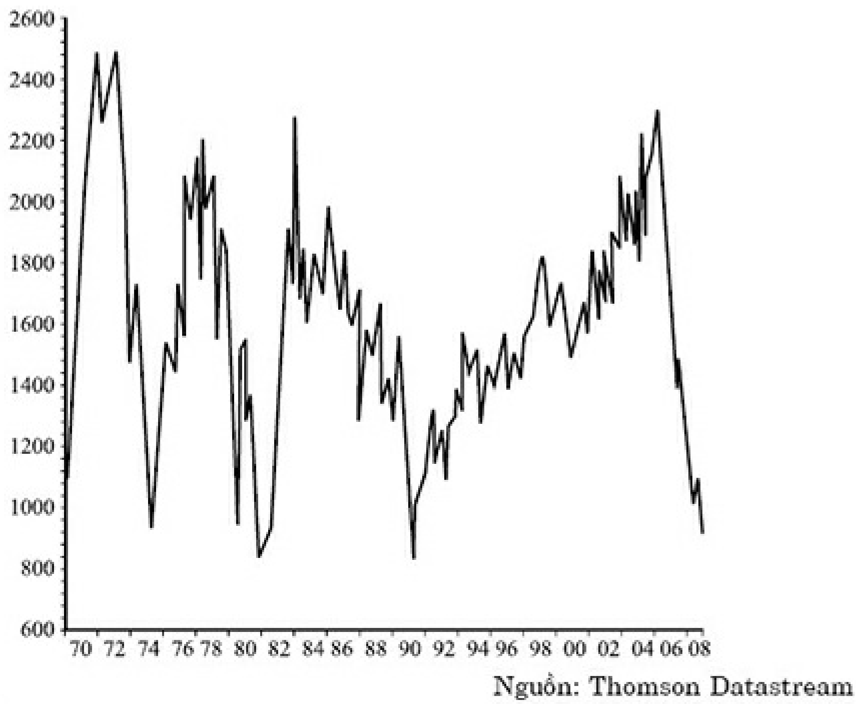
HỒ SƠ BONG BÓNG NHÀ ĐẤT Ở MỸ

Xét trên hầu hết các khía cạnh, bong bóng nhà đất ở Mỹ diễn ra theo bảng liệt kê mà chúng ta đã đưa ra ở chương 1. Điều bất thường duy nhất là nó đến quá nhanh sau đợt suy thoái kinh tế 2001. Như ta đã thấy, đây là hậu quả trực tiếp của chính sách lãi suất thấp mà Chủ tịch Fed Greenspan đưa ra để giải quyết sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và lãi suất dài hạn thấp làm tăng tiết kiệm ở châu Á, sau đó là bong bóng ở châu Á. Chúng ta cũng nên lưu ý rằng suy thoái 2001 là đợt suy thoái nhẹ nhất từ trước đến nay. Cuộc điều tra về kỳ vọng được mô tả trong chương 5 cho thấy rằng bất chấp suy thoái, người ta vẫn tiếp tục tin tưởng rằng giá nhà đất sẽ tiếp tục tăng sau 6 hay 7 năm tăng mạnh.

Hiện tượng đầu cơ diễn ra ở khắp nơi, đặc biệt trong giai đoạn 2003-2006, nhưng có một số vùng, chúng diễn ra trước đó. Cách đầu cơ dễ thấy nhất là các dự án chung cư và khu nhà ở, khi mà người ta chỉ cần bỏ ra một chút tiền đặt cọc, rồi chờ mình phất lên khi nhà được xây xong. Một số nhà đầu cơ kiếm tiền ở một thành phố, sau đó chuyển đến một thành phố khác. Ví dụ như những ai đã kiếm lời được ở Hawaii hay California thì sau đó sẽ rất tích cực tham gia vào thị trường ở Las

Vegas, sau nữa là Phoenix. Lượng cầu lớn từ những người mua nhà để ở và những nhà đầu tư đã đẩy mạnh việc kinh doanh và xây dựng nhà đất, bắt đầu tạo ra cơ hội làm ăn lớn cho những thầu xây dựng. Số nhà mới xây tăng đến mức trên 2 triệu năm 2003 và giữ nguyên đến tận năm 2006. Giá cổ phiếu của các công ty xây dựng lớn tăng mạnh. Ví dụ như cổ phiếu của công ty Toll Brother, vốn được mua bán ở mức giá $5-10 ở những năm 1990, tăng lên đến $58 vào tháng 7/2005, trước khi giảm xuống còn $20 năm 2007.

Việc bán nhà cho các nhà đầu cơ khiến việc tài trợ cho những dự án lớn trở nên dễ dàng hơn; nhưng sau một thời gian, các công ty xây dựng trở nên thận trọng hơn với điều đó bởi vì lo sợ rủi ro có quá nhiều người hủy hợp đồng nếu như thị trường thay đổi. Do đó, nhiều công ty xây dựng đã áp dụng các biện pháp chống đầu cơ như từ chối bán quá một căn hộ cho bất kỳ người mua nào, cấm không được bán nhà cho đến khi hoàn tất, yêu cầu đặt cọc nhiều, hoặc cấm cho thuê. Tuy nhiên, trong một thị trường sôi động, luôn luôn có dấu hiệu của sự điên cuồng của người mua. Ví dụ như năm 2004, tờ Washington Post viết một bài về việc những người mua nhà ở Arlington, Virginia cắm trại qua đêm để được xếp hàng đầu tiên vào mua nhà.



Sơ đồ 7.2
Nước Mỹ: số nhà mới xây dựng

Ở Mỹ, cũng như ở Anh, có rất nhiều cuộc tranh luận về những thay đổi trong cấu trúc cầu nhà đất, liên quan đến nhập cư và mức độ tăng trưởng nhanh của số lượng hộ gia đình. Việc thế hệ bùng nổ dân số (baby-boomer, những người sinh sau Chiến tranh thế giới thứ II) sắp đến tuổi về hưu cũng được đưa ra làm một trong những lý do khiến cho thị trường phát triển mạnh đến vậy. Đồng thời có một làn sóng chuyển sang kinh doanh nhà đất như là một khoản đầu tư thay thế cho chứng khoán.

Lãi suất tiết kiệm trở nên thấp cũng là một đặc điểm của bong bóng. Nó giảm xuống 2% ở cuối thời kỳ bùng nổ chứng khoán và giảm xuống nhiều hơn ở những năm sau đó. Lạm phát giá tiêu dùng giảm bớt trong suốt thời kỳ bong bóng và chính sách tiền tệ nới lỏng cho đến tận 2006. Lãi suất cho vay thế chấp ở Mỹ bình quân vào khoảng 7-8% trong suốt hầu hết thập niên 1990, nhưng giảm xuống dưới 6% ở giai đoạn 2002-2004.

Như thường lệ, các nhà đầu tư mới ồ ạt kéo vào thị trường, chẳng hạn như đầu tư vào dịch vụ cung cấp những hội thảo về việc làm thế nào để làm giàu bằng nhà đất. Đồng thời người ta cũng quan tâm nhiều đến cách truyền thông hơn, cũng giống như ở Anh, với những chương trình TV với dòng tít mời gọi như Flip this House, Double Agents , hay Property Virgins . Tạp chí Fortune thống kê rằng có đến 86 cuốn sách về đầu tư bất động sản đã được xuất bản năm 2004.

Tuy nhiên, điều mà bong bóng nhà đất ở Mỹ khác so với những nước khác là cách mà người ta tài trợ cho việc mua nhà. Có lẽ bởi vì ngành tài chính ở Mỹ ít bị kiểm soát hơn bất kỳ nơi nào khác, hoặc có thể bởi vì văn hóa doanh nghiệp Mỹ năng động hơn, sự phát triển ồ ạt của các sản phẩm cho vay mới là một phần chủ yếu của câu chuyện về nước Mỹ. Tất nhiên, cũng chính sự bùng nổ về sản phẩm cho vay mới này, đặc biệt là sự thất bại của việc cho vay dưới chuẩn đã trực tiếp dẫn đến khủng hoảng tài chính và trở thành câu chuyện lớn của nền kinh tế thế giới.

BÙNG NỔ CHO VAY MUA NHÀ

Với các ngân hàng, việc bùng nổ cho vay nhà đất đầu những năm 2000 là điều hết sức tốt đẹp, một nguồn lợi nhuận và tăng trưởng lớn, chỉ có thể so sánh với việc bùng nổ cho vay các quỹ đầu cơ. Tổng dư nợ thế chấp ở Mỹ tăng hơn gấp đôi từ 2000 đến 2007, từ 4,8 ngàn tỉ lên 10,5 ngàn tỉ USD. Tỉ lệ tăng trưởng hàng năm là 11,8%, bỏ rất xa tỉ lệ tăng trưởng GDP vốn chỉ có 5% trên danh nghĩa. Kết quả là, tỉ lệ của dư nợ cho vay thế chấp tăng từ 48% của tổng GDP lên 75% năm 2007. Việc tăng trưởng tín dụng là nguyên nhân, đồng thời cũng là kết quả của việc tăng thu nhập từ giá nhà đất. Giá nhà tăng, người vay tiền cần ngày càng nhiều khoản vay thế chấp để mua tài sản, trong khi đó những người đang sở hữu nhà thì tranh thủ lợi thế giá nhà cao hơn và lãi suất thấp hơn để vay thêm. Nhưng nếu các ngân hàng không sẵn sàng cho vay, giá nhà không thể tiếp tục tăng. Điều này đã quá rõ ràng ở giai đoạn 2006-2008 khi các ngân hàng ngưng cho vay.

Tuy nhiên, không phải chỉ có mỗi tốc độ tăng cho vay nhà đất là điều bất thường. Một điều khác cũng khá nổi bật là cách mà thị trường biến đổi bởi tác động của những người cho vay mới, những kỹ thuật cho vay mới, ở cấp độ người đi vay và đến tất cả những yếu tố liên quan đến khoản tín dụng. Ngay bây giờ, người đọc có thể đã nhận ra rằng đây là một dấu hiệu cổ điển của bong bóng. Những nhà cho vay mới và những kỹ thuật tín dụng mới thường rất quan trọng bởi chúng phá vỡ những hàng rào giới hạn mà các cơ quan luật pháp hoặc bộ phận quản lý rủi ro của ngân hàng đưa ra nhằm ngăn ngừa cho vay quá mức. Ngay cả khi các cơ quan quản lý nhận thức được vấn đề, họ thường vẫn hành động một cách quá chậm chạp trong việc ngăn cản các tổ chức tín dụng thực hiện các khoản tín dụng mới. Trong sự kiện bong bóng ở Mỹ, cơ quan quản lý chính là Cục dự trữ Liên bang Mỹ do Alan Greenspan làm Chủ tịch lựa chọn giải pháp thận trọng là không can thiệp. Greenspan chào đón những sáng kiến mới như mở rộng quyền sở hữu nhà cho một nhóm người và khiến cho rủi ro tín dụng được phân tán. Quan điểm này có thể là sai lầm lớn nhất của ông ta.

Nhiều năm trước, cho vay thế chấp được giám đốc các ngân hàng chấp nhận và hầu hết được ghi nhận vào bảng cân đối tài chính của ngân hàng, cho nên nếu một chủ nhà nào đó không trả được nợ, ngân hàng sẽ bị lỗ. Tuy nhiên ở thập niên 1990, một hiện tượng phổ biến là các ngân hàng tạo ra các khoản cho vay thế chấp, nhưng không giữ nó trong bảng cân đối kế toán của mình mà thường bán lại khoản nợ đó cho Fannie Mae hoặc Freddie Mac.

Quốc hội lập ra Công ty quốc gia tài trợ thế chấp (Federal National Mortgage Corporation - Fannie Mae) vào những năm 1930 để cho người Mỹ có thu nhập thấp vay tiền, bằng cách đồng ý mua lại khoản nợ từ ngân hàng cho vay. Năm 1970, một tổ chức khác, Công ty quốc gia tài trợ địa ốc (Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac), được thành lập với cùng mục đích và để cạnh tranh với Fannie Mae.

Những tổ chức này, cũng được biết đến là những doanh nghiệp được

Chính phủ tài trợ (Government-Sponsored Enterprises – GSE), hoặc chỉ đơn giản là các cơ quan Chính phủ, hoặc tự duy trì các khoản cho vay này, sử dụng vốn từ việc phát hành trái phiếu, hoặc biến chúng thành "trái phiếu được bảo đảm bằng thế chấp" (mortgage-backed securities – MBS) và bán lại cho các nhà đầu tư. Cuối thập niên 1980, họ đã mua đến 30% các khoản vay thế chấp mới, nhưng việc phát triển thêm bị giới hạn bởi khả năng thu hút vốn của họ. Do đó, năm 1989, Quốc hội thực hiện những thay đổi mang tính kỹ thuật khiến cho Freddie and Fannie trở nên hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư, chẳng hạn như cho phép họ tạo ra những loại trái phiếu với mức độ rủi ro và thu nhập khác nhau. Trong khi đó, các cơ quan quản lý cho phép các quỹ hưu trí (pension funds) và các quỹ tương hỗ (mutual funds) xếp loại các khoản nợ của Fannie là rủi ro thấp. Kết quả của những thay đổi này là Freddie và Fannie phát triển một cách nhanh chóng, mua lại càng ngày càng nhiều khoản nợ. Tính đến cuối năm 2003, phần tham gia của họ trong các khoản nợ thế chấp thông thường tăng hơn gấp đôi, lên đến 70%. Để được mua bán, các khoản nợ này phải phù hợp với một số tiêu chuẩn nhất định. Cụ thể là quy mô của khoản vay mà họ mua bị Quốc hội giới hạn với mức tối đa tăng dần lên đến hơn 417.000 USD. Đồng thời, nếu như một khoản vay có tỉ lệ tiền vay trên giá trị nhà (loan-to-value) lớn hơn 80%, phần vượt trội đó sẽ phải được bảo hiểm.

Khi giá nhà cứ tiếp tục bùng nổ, người ta bắt đầu tăng nghi ngờ rằng những yếu tố bảo đảm cho các khoản vay thế chấp càng ngày càng được nới lỏng. Một cuộc điều tra các chuyên gia thẩm định cho vay được thực hiện năm 2003 sẽ cho thấy rõ điều này. Ba phần tư số người được hỏi một cách ngẫu nhiên trả lời các nhà nghiên cứu rằng trong suốt năm qua họ chịu sức ép từ phía cả người môi giới lẫn nhân viên tín dụng để "đạt được một giá trị cho vay nào đó". Và nếu họ làm ngơ trước sức ép này, họ sẽ gặp phải rủi ro là sẽ mất cơ hội làm ăn. Một thủ thuật chung được sử dụng là thu xếp sẵn (pre-comping), trong đó nhân viên tín dụng hỏi trước người thẩm định liệu họ có thể thẩm định được giá trị tương

ứng của một tài sản để đạt được một giá trị cho vay nhất định nào đó không. Nếu người thẩm định tỏ ra nghi ngờ, nhân viên tín dụng sẽ tìm một chuyên viên thẩm định khác. Trong số những nhân viên thẩm định trả lời rằng họ chịu sức ép, 48% nói rằng người ta yêu cầu họ định giá tài sản cao hơn 1-10% giá trị thực tế của nó, trong khi 43% nói rằng con số này ở khoảng 11-30% [59].

Từ khoảng năm 2003 các công ty này (Freddie và Fannie) bắt đầu tham gia ít hơn vào thị trường cho vay thế chấp. Một phần là do họ không cho vay, cũng không bảo lãnh cho các khoản nợ lớn, và cùng với việc giá nhà tăng cao, họ buộc phải đứng ngoài cuộc chơi trên nhiều khu vực. Đồng thời, họ cũng không cố gắng để giải ngân cho những người có điểm đánh giá tín dụng thấp, cho dù họ có xuất xứ từ chính sách New Deal của thập niên 1930. Thêm vào đó, những thắc mắc đối với sự bất thường trong công tác kế toán năm 2003-2004 có nghĩa là các cơ quan quản lý đã buộc họ phải giảm bớt quy mô cho vay mới trong một thời gian. Những nhà cho vay từ khu vực tư nhân mau chóng nhảy vào lấp khoảng trống này của thị trường tín dụng. Các ngân hàng trong khu vực tăng cường cho vay thế chấp, nhưng cũng có nhiều định chế tài chính được sáp nhập, chuyên về việc cung cấp các khoản tín dụng bất động sản cho những người không phù hợp với tiêu chuẩn cho vay thế chấp ở hai tổ chức trên. Các định chế tài chính này thường sử dụng cùng một cách “cho vay và phân phối” được các ngân hàng phát triển để sử dụng Freddie và Fannie như những nhà bảo lãnh, nhưng bây giờ với tiêu chuẩn cho vay rộng rãi hơn.

Thay vì yêu cầu khách hàng phải có điểm đánh giá tín dụng cao, kiểm tra một cách chi tiết và cẩn thận báo cáo thu nhập và đòi đặt cọc một số tiền thật lớn, thường là 20%, những người cho vay mới yêu cầu ít hơn nhiều. Những người vay dưới chuẩn, được định nghĩa là những người đi vay có điểm đánh giá tín dụng thấp, nhận thấy rằng họ bị… chèo kéo để vay. Việc cho vay đối với những người có điểm số tín dụng thấp không phải là điều gì mới mẻ, nhưng năm 2004, nó phát triển quá

nhanh. Từ 3-5% của toàn bộ khoản vay thế chấp ở giai đoạn 2001-2003, cho vay dưới chuẩn tăng lên đến hơn 10% năm 2004 và 15% năm 2005-2006. Một loại tín dụng khác, Alt-A, cũng tăng mạnh ở thời điểm đó và nhanh chóng chiếm hơn 10% tổng dư nợ cho vay thế chấp. Alt-A đề cập đến những khoản vay mà người vay tiền có thể có điểm số tín dụng cực tốt nhưng hoàn toàn không đạt những yếu tố khác của tiêu chuẩn đảm bảo rủi ro tín dụng, ví dụ như họ tự xác nhận thu nhập. Chính kiểu vay Alt-A này khiến cho "các khoản vay dối trá" và "các khoản vay Ninja", trong đó người ta được cho vay bất kể là người không có thu nhập, không nghề nghiệp và không tài sản gì hết, tăng lên đến mức xấu nhất. Trong khi một số người đi vay có thể sẵn lòng nói dối, thì đồng thời cũng có những báo cáo cho thấy rằng họ được khuyến khích dối trá vì những người môi giới cho vay được trả hoa hồng trên các khoản vay. Nếu không ai kiểm tra thì cứ kệ nó. Thậm chí ngay cả khi người cho vay yêu cầu chứng từ thì ở thời điểm đó, người ta rất dễ kiếm được một bản sao của phiếu tính lương trông rất chuyên nghiệp ở trên Internet. Vay dưới chuẩn và Alt-A dường như rất hấp dẫn đối với người cho vay bởi người vay tiền trả lãi suất cao hơn là các khoản vay thế chấp thông thường, do đó, cho dù một số người vay tiền không trả được nợ thì lãi suất cao có thể giúp họ bù đắp khoản tiền lỗ đó.

Sau đó, những người cho vay tiến một bước xa hơn. Thay vì yêu cầu những người vay tiền có rủi ro cao hơn này trả lãi suất cao, những người cho vay chào một mức lãi suất đầu tiên thấp (teaser rate) cho một hay hai năm đầu. Tận dụng lợi thế của mức lãi suất cơ bản thấp, những người cho vay có thể chào mức lãi suất thấp hơn 5% so với các khoản cho vay thế chấp thông thường, thậm chí đôi khi còn thấp hơn. Điều khó khăn cuối cùng khi giai đoạn đầu qua đi, khoản vay sẽ được xác lập lại một mức lãi suất cao hơn nhiều, thường là 8% hoặc hơn. Sau đó, vin vào cớ rằng người cho vay đã không cung cấp thông tin chính xác, người ta sẽ nói rằng họ không hề biết số tiền phải trả lại tăng nhiều đến vậy. Một số người khác thì bị thuyết phục rằng khi khoản vay này đến

thời hạn thay đổi lãi suất, họ có thể thay thế nó bằng một khoản vay rẻ hơn hoặc lặp lại thời kỳ lãi suất thấp ban đầu.

Cách cho vay cũng thay đổi. Cho vay thế chấp với lãi suất điều chỉnh (adjustable-rate mortgage) trở nên phổ biến hơn, các khoản vay chỉ trả lãi cũng vậy. Chúng làm giảm số tiền mà người đi vay phải trả hàng tháng. Nhiều sản phẩm tín dụng mới được tung ra thị trường, và sản phẩm tệ hại nhất có lẽ là các khoản vay "quyền chọn" (option mortgage), trong đó người vay có quyền trả khoản tiền nào họ muốn, giống như trong trường hợp thẻ tín dụng. Họ chỉ cần trả khoản tiền tối thiểu và phần còn lại tiếp tục được tích lũy.

Có hai điều khiến những chuyện này xảy ra. Thứ nhất là hầu hết mọi người đều tin rằng giá nhà sẽ tiếp tục tăng lên cao hơn nữa, hoặc tệ nhất giữ nguyên, do đó họ sẽ không gặp nhiều rủi ro. Có vô số bài viết, ít nhất từ 2002 trở đi, lo lắng về bong bóng nhà đất, vậy mà điều đáng ngạc nhiên là rất nhiều người vẫn lạc quan. Nhưng với mỗi bài báo hay mỗi nghiên cứu nói rằng có thể đang có rắc rối, thì sẽ có nhiều bài khác nói rằng bong bóng không nghiêm trọng và dù sao thì giá cũng vẫn không giảm, chỉ tăng chậm lại thôi. Và sau mỗi bài báo bày tỏ sự lo lắng về bong bóng, giá nhà vẫn tiếp tục tăng lên. Người mua nhà, người cho vay, người môi giới cho vay, và người thẩm định tín dụng hầu như đều đã kết luận rằng không phải lo lắng gì hết. Một vài người coi bong bóng là cơ hội để kiếm tiền và sau đó họ sẽ thoát ra trước khi nó sụp đổ. Những người khác, khá phổ biến trong giai đoạn bong bóng, lo sợ rằng nếu họ không hành động ngay, họ sẽ không bao giờ có thể sở hữu một căn nhà. Lý do thứ hai gây nên sự phát triển ồ ạt của các sản phẩm tín dụng mới chính là việc người ta nhận thấy những nhà đầu tư mới đang nắm giữ các khoản cho vay thế chấp này sử dụng những kỹ thuật và phương tiện tài chính mới như CDO (collateralized debt obligation - nghĩa vụ nợ có thế chấp) hay SIV (structured investment vehicle - công cụ đầu tư kết cấu)

Sự kết hợp của việc người mua kiên quyết tham gia vào bong bóng,

chủ nhà thì muốn hiện thực hóa giá trị tăng lên của căn nhà của họ, và nhà đầu tư thì tìm kiếm các khoản nợ thế chấp vì đó là một khoản đầu tư an toàn và có lợi đã dẫn đến sự phát triển ồ ạt của các khoản nợ và cuối cùng là xảy ra khủng hoảng tài chính. Trong chương tới, chúng ta sẽ quay trở lại bàn về các "di chứng" của bong bóng nhà đất như làm điên đảo hệ thống ngân hàng và khiến người tiêu dùng mắc nợ quá nhiều. Ở chương cuối, chúng ta sẽ quay lại tìm hiểu xem giá nhà đất ở Mỹ cuối cùng có thể giảm đến mức nào trước khi bong bóng xì hơi và nó sẽ tương tác thế nào với toàn bộ nền kinh tế.

---

[56]. Hai chỉ số này tính trên những thị trường có chút khác nhau và con số chính xác (cả trong thời kỳ bùng nổ và bong bóng vỡ) thì nằm đâu đó giữa hai chỉ số này. Chỉ số của Chính phủ được tổng hợp bởi FHFA (Cơ quan tài chính nhà đất liên bang), cơ quan đã từng sơ suất trong trường hợp của Freddie Mac and Fannie Mae. Vì thế, nó chỉ bao gồm những tài sản mua bằng "những khoản vay thế chấp phù hợp", những khoản vay được cung cấp hoặc bảo lãnh bởi Freddie and Fannie. Do đó, nó đã bỏ qua hầu như toàn bộ những khoản vay dưới chuẩn và những khoản vay Alt-A, cũng như những tài sản cao cấp mà để mua được nó, người ta phải vay những khoản tiền vượt hạn mức hợp lệ (hiện tại là $417,000). Nó cũng không tính đến những tài sản mua bán không cần vay tiền. Chỉ số FHFA do đó đánh giá thấp cả mức tăng giá của giai đoạn 2000-2006, gây ra bởi cho vay dưới chuẩn, cho vay Alt-A, những khoản cho vay lớn và do đó, cũng đánh giá thấp sự giảm sút của giá nhà đất. Ngược lại, chỉ số Case-Shiller (ở đây là chỉ số toàn quốc tính theo quý) lại đánh giá quá cao cả việc tăng và giảm giá. Chỉ số Case-Shiller đánh giá thấp tỉ trọng của khu vực Trung Mỹ, đặc biệt là những vùng

ngoại ô và những thị xã nhỏ. Đồng thời, họ đánh giá mức độ ảnh hưởng theo giá trị, do đó việc bùng nổ và bong bóng vỡ ở thị trường tài sản cao cấp ở California, Florida và một số vùng khác của Đông Bắc có ảnh hưởng lớn hơn. Nhìn chung, dường như mức độ tăng và giảm giá nhà đất đều gần với mức ước tính của Case-Shiller hơn là mức ước tính của Chính phủ.

[57] . John Krainer, "Bong bóng nhà đất", Economic Letter , số 200306, ngày 7/3/2003, Cục dự trữ San Francisco. Bài nghiên cứu xem xét chỉ số giá nhà so với giá thuê nhà và nhận thấy rằng chúng đã được định giá quá cao, bình quân khoảng 11%, tính đến Quý III năm 2002. Con số này cao hơn một chút so với con số ước tính của Ngân hàng Trung ương Tây Ban Nha trong chương 5. Nhưng với xu hướng tăng giá nhà và giá thuê nhà từ thời điểm đó, tôi ước tính rằng chúng sẽ được định giá cao hơn thực tế 40% tính đến giữa năm 2006. Lưu ý rằng chỉ số giá nhà đất ở trong hầu hết các nghên cứu và cả trong nghiên cứu này đều từ Phòng Tài chính nhà đất Liên bang (FHFA, trước đây gọi là OFHEO). Xem thêm thông tin trên trang web www.fhfa.gov.

[58] . Marc Labonte, Giá nhà đất ở New York: Liệu có phải bong bóng đang diễn ra?, Báo cáo gửi Quốc hội, 16/3/2003.

[59] . Kenneth Harney, "Nhà đất toàn quốc: nghiên cứu cho thấy những người thẩm định bị ép phải định giá cao", Detroit Free Press, 14/09/2003.

8. KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH VÀ NỢ CỦA CÁC HỘ GIA ĐÌNH

Trong chương trước chúng ta đã thấy việc bùng nổ cho vay tại Hoa Kỳ vừa là nguyên nhân và vừa là nạn nhân của bong bóng nhà đất như thế nào. Bong bóng tại Anh, bong bóng tại Tây Ban Nha, Ireland và rất nhiều nước khác trên thế giới cũng đều bắt nguồn từ nguyên nhân này. Giá nhà đất giảm và tình trạng thả nổi cho vay chấm dứt. Với các ngân hàng, niềm lạc quan rằng tài sản nhà đất tăng cao và thời kỳ bùng nổ cho vay nay không còn nữa, thay vào đó là hàng loạt các mối lo ngại. Các ngân hàng đang phải vật lộn để giải quyết lượng nợ xấu khổng lồ trên bảng cân đối kế toán và, trong một vài trường hợp họ đã thất bại hoàn toàn. Một vài hộ gia đình buộc phải chịu bị tịch thu tài sản và/hoặc đối mặt với tình trạng suy kiệt tài chính. Với các gia đình còn có thể tiếp tục trả nợ, thì khoản vay thế chấp đó không còn là một “rắc rối được mong đợi” [60], trả thế chấp nay không còn là cách nhằm gia tăng tài sản và gây dựng thời kỳ về hưu an toàn. Ngược lại, nó trở thành gánh nặng phải thanh toán mà không có nhiều hy vọng về lợi ích lâu dài. Điểm ngoặt chính là cuộc khủng hoảng tài chính vào tháng Tám năm 2007.

NGUỒN GỐC CUỘC KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Mọi người đôi khi nói về khủng hoảng tài chính như là kết quả của sự bùng nổ tín dụng thông thường, chứ không liên quan nhiều tới nhà đất. Với tôi suy nghĩ này dường như đã bỏ qua một nhân tố quan trọng. Cuộc khủng hoảng là kết quả trực tiếp do đã cho vay thế chấp quá nhiều. Hậu quả của tình trạng này ập đến khi bong bóng nhà đất bùng nổ. Nhưng vấn đề càng trầm trọng hơn và lan ra toàn thế giới khi quá nhiều thế chấp bị chứng khoán hóa thành chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp (mortgage-backed securities - MBS), tệ hơn nữa là một số thế chấp chuyển thành các cơ cấu khá phức tạp được gọi là CDO

(Collateralized debt obligations -Nghĩa vụ nợ được đảm bảo bằng thế chấp) mà rất ít người hiểu về nó. Hàng loạt các cá cược đầy rủi ro khác do các tổ chức tài chính sử dụng các hình thức phái sinh và các cơ cấu khác, đặc biệt là CDS (credit default swaps) (hoán đổi vi ước tín dụng, một cá cược liên quan tới trái phiếu của tổ chức) và các CDO tổng hợp (trong trường hợp cơ cấu không giữ chứng khoán) tiếp tục khiến vấn đề trở nên khủng khiếp hơn. Theo các quy tắc kế toán hiện đại "định giá theo thị trường" [61] các ngân hàng phải ngay lập tức phản ánh mức tổn thất dự đoán với các chứng khoán này, thậm chí trước khi các khoản tổn thất xảy ra. Vào năm 2007-2008 hàng triệu người Mỹ mặc dù chưa rơi vào tình trạng không thể trả thế chấp nhưng các ngân hàng đã phải chịu thua lỗ do thị trường cho rằng họ sẽ bị như vậy. Trong các cuộc khủng hoảng trước, như cuộc khủng hoảng nợ Mỹ La-tinh vào đầu những năm 1980 hay đợt bùng nổ bất động sản thương mại vào đầu những năm 1990, các ngân hàng được phép giữ các khoản nợ xấu trên bảng cân đối kế toán với giá trị danh nghĩa trong nhiều năm, cho tới khi họ kiếm đủ tiền để thanh toán.

CDO hay giấy nợ được đảm bảo bằng tài sản đầu tiên được phát hành vào năm 1987, nhưng CDO thực sự phát triển vào thời kỳ bùng nổ cho vay thế chấp. Bảo hiểm CDO trên toàn thế giới tăng từ 25 tỷ đô la vào quý đầu năm 2004 tới mức kỷ lục 186 tỷ đô la cùng kỳ năm 2007, trước khi sụt giảm chỉ còn 12 tỷ đô la vào quý I năm 2008 - thời kỳ khủng hoảng tài chính. Trong giai đoạn 2004-2007, đã có tổng cộng 1,4 nghìn tỷ đô la được phát hành [62].

Phương thức của cơ cấu CDO là sau khi tập hợp lại toàn bộ các khoản cho vay, kể cả thanh toán lãi suất và thanh toán tiền gốc từ người đi vay, các khoản cho vay này sau đó lại được phân bổ thành các phần CDO khác nhau. Chính vì thế, một phần CDO có thể được coi là tương đối an toàn vì được đảm bảo rằng thậm chí nếu sụt giảm do người đi vay không thanh toán đầy đủ thì phần CDO đó vẫn được thanh toán

nhờ các phần CDO khác. Một phần CDO khác kém an toàn hơn một chút xảy ra và cứ tiếp tục như thế tới phần CDO "độc hại" nhất, phần nhận bất cứ gì còn lại. Bởi vì phần CDO tốt nhất, an toàn nhất sẽ chỉ trả một mức lãi suất rất thấp nhờ các lợi nhuận chính phủ phi rủi ro, trong khi các phần CDO độc hại có khả năng tạo ra lợi nhuận khổng lồ, tuy nhiên chỉ khi người cho vay thanh toán thế chấp đầy đủ. Các tổ chức định mức tín dụng như Moody's và Standard and Poor's đều đóng vai trò quan trọng. Họ đồng ý định mức cho các phần khác nhau của rất nhiều CDO và ấn định mức, bao gồm cả mức AAA rất hấp dẫn cho những phần tốt nhất. Chính vì thế một loạt các khoản cho vay, mà mỗi khoản cho vay nếu đứng một mình sẽ không ở mức AAA đã được khéo léo chuyển thành một loạt các chứng khoán được định ở nhiều mức khác nhau từ AAA (rất an toàn) tới B (rất rủi ro).

Việc phân chia rủi ro thành các phần thanh toán (tranche) như thế này không phải là mới và có thể rất hữu ích để đáp ứng yêu cầu của nhà đầu tư. Một số yêu cầu có thể do các nhà đầu tư nước ngoài, được coi là các tổ chức cung cấp tài chính cho tình trạng thâm hụt tài khoản vãng lai Hoa Kỳ mà chúng ta đã thảo luận trước đây. Rất nhiều nhà đầu tư thấy vô cùng hài lòng khi mua các thương phiếu được định mức AAA, mức được cho là tồn tại nguy cơ không đáng kể, đặc biệt nếu thương phiếu đó có lợi nhuận cao hơn các trái phiếu AAA khác (mặc dù điều này lẽ ra nên làm họ hoài nghi). Các ngân hàng cũng có nhu cầu, bởi vì theo quy định Basel 1 các chứng khoán được định mức AAA không cần hay cần rất ít vốn dự phòng. Trái phiếu AAA cũng được sử dụng trong các chương trình thương phiếu được đảm bảo bằng tài sản và các công cụ đầu tư đặc biệt hay SIV, hầu hết do các ngân hàng lập nên. Các chương trình và các công cụ này hoạt động giống như một ngân hàng, trả lợi nhuận cho "người gửi tiền" trong khi nắm giữ các khoản cho vay dài hạn, nhưng điểm hấp dẫn của chúng chính là chúng không bắt buộc phải tuân thủ các quy tắc vốn mà các ngân hàng phải áp dụng. Chúng phát hành thương phiếu, thời gian đáo hạn thường là ba tháng và sử

dụng tiền để mua chứng khoán AAA, thông thường là các CDO như đã miêu tả.

Quỹ đầu tư phòng hộ là một nguồn nhu cầu quan trọng khác của các nhà đầu tư, thường là cho các phần CDO rủi ro cao hơn. Bằng cách sử dụng nguồn quỹ mượn từ các ngân hàng để mua thương phiếu lợi nhuận cao, các quỹ đầu tư phòng hộ có thể kiếm được khoản lợi nhuận vô cùng hấp dẫn. Tình trạng đầu cơ vay nợ (dùng đòn bẩy tài chính) có thể khá lớn khi lượng tiền đi vay đôi khi gấp mười lần mức đóng góp từ các nhà đầu tư quỹ đầu tư phòng hộ. Xét về mặt nào đó, quỹ đầu tư phòng hộ cũng có thể phòng tránh rủi ro, sử dụng các chỉ số (như chỉ số CDX) liên quan tới hoạt động của các CDO này. Nhưng các chỉ số này không phải là phương thức phòng hộ hoàn hảo. Tất nhiên nếu chúng hoàn hảo thì họ sẽ không kiếm được lợi nhuận!

Có hai vấn đề trong việc chuyển đổi rủi ro của hệ thống CDO. Vấn đề thứ nhất là lòng tin vào giá nhà đất và khả năng trả nợ (vay thế chấp) trở nên quá lạc quan. Nói một cách công bằng, các tổ chức định mức tín dụng thận trọng hơn hầu hết các đơn vị khác. Thực tế họ cũng đã nghĩ đến khả năng giá nhà đất có thể giảm và họ đã kiểm chứng những định mức đưa ra và điều gì có thể xảy ra nếu tỷ lệ không thể trả nợ (defaults rate) tăng cao. Tuy nhiên họ vẫn chưa đủ cẩn trọng. Họ có rất ít số liệu từ quá khứ để nghiên cứu, trong khi những gì họ có là từ khi giá nhà đất đang tăng và khi các khoản đặt cọc khá lớn. Mọi người ít có khả năng không trả được thế chấp khi họ đã bỏ ra một lượng tiền lớn, thậm chí trường hợp họ gặp khó khăn. Vào cuối năm 2007 và 2008, các tổ chức định mức tín dụng liên tục hạ cấp (downgrade) hàng loạt các CDO, mặc dù khi đó họ đã đánh mất lòng tin của rất nhiều nhà đầu tư.

Vấn đề thứ hai là một khi tỷ lệ không thể trả nợ tăng cao và câu hỏi đặt ra liệu các phần CDO được định mức AAA có còn an toàn, các nhà đầu tư không thể biết vấn đề có thể tồi tệ như thế nào. Ẩn sâu bên trong các khoản đầu tư là hàng trăm khoản thế chấp nhỏ. Làm sao mà các nhà đầu tư có thể kiểm tra liệu một chủ nhà nào đó có khả năng dừng

trả thế chấp hay họ đã nói dối về mức thu nhập của họ hoặc do thấy giá trị nhà của họ giảm tới 30% và chính vì thế họ có thể từ bỏ nó? Bỗng chốc không ai muốn mua các chứng khoán này nữa, và nếu không có thị trường thì sẽ không có cách đáng tin cậy nào để định giá chúng nữa. Thậm chí một vài tháng sau đó, các quỹ được gọi là quỹ đầu tư mạo hiểm, trước đó thấy cơ hội tiềm năng khi mua các thương phiếu đang khủng hoảng nặng, nay đang phải vật lộn với vấn đề này và chỉ sẵn sàng mua ở mức giá thấp nhất. Vào tháng Sáu năm 2008, Merrill Lynch đã bán 30,6 tỷ CDO với mức giá 6,7 tỷ đô la, lỗ lên tới 78%.

CUỘC KHỦNG HOẢNG BÙNG PHÁT

Chính việc định giá một cách ngập ngừng đã làm nảy sinh cuộc khủng hoảng tài chính vào tháng Tám năm 2007. Vấn đề đầu tiên trong lĩnh vực cho vay thế chấp dưới chuẩn xuất hiện vào năm 2006, nhưng hầu hết những ai không thuộc lĩnh vực này chẳng mấy quan tâm. Sau đó vào năm 2007, ngân hàng HSBC tại Anh đã công bố trước khoản tổn thất lớn tại Công ty Tài chính Hộ gia đình của họ tại Hoa Kỳ do các vấn đề liên quan tới cho vay thế chấp dưới chuẩn. Vào tháng Ba năm 2007, lĩnh vực cho vay thế chấp dưới chuẩn bắt đầu sụp đổ với hơn 25 hãng cho vay chuyên nghiệp trong lĩnh vực này rơi vào tình trạng phá sản, phải tuyên bố thua lỗ lớn hoặc buộc phải bán tài sản [63]. New Century Capital, tổ chức cho vay thế chấp dưới chuẩn lớn nhất phải chấp nhận giá chứng khoán giảm hơn 80% khi Bộ Tư pháp Hoa Kỳ bắt đầu điều tra các lý lẽ sai lệch và cuối cùng tổ chức này phải tuyên bố phá sản vào tháng Tư năm 2007 theo quy định trong chương 11, bộ luật phá sản Hoa Kỳ.

Trong một vài tuần những lo lắng về thua lỗ trên thị trường cho vay dưới chuẩn đã làm náo động thị trường khi giá chứng khoán trên toàn thế giới giảm mạnh và lợi nhuận từ trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ sụt giảm khi các nhà đầu tư “tháo chạy tới các kênh đầu tư an toàn.” Nhưng chỉ sau một thời gian ngắn, các nhà đầu tư trở nên an tâm hơn khi các chủ ngân hàng và nhiều tổ chức khác lập luận rằng vấn đề đã được

“kiểm soát.” Vào tháng Bảy năm 2007, các thị trường tập trung vào các số liệu tăng trưởng kinh tế Hoa Kỳ mạnh mẽ và những lo ngại về nguy cơ lạm phát. Các thị trường chứng khoán và lợi nhuận từ trái phiếu một lần nữa tăng vọt; những vấn đề tiềm tàng trong lĩnh vực cho vay dưới chuẩn và chính trên thị trường nhà đất bị quên lãng, thậm chí khi giá ở một số khu vực nóng trước đây giờ đang giảm mạnh. Nhưng ngay khi đó, những tin tức về hai quỹ đầu tư phòng hộ của Bear Stearns được đầu tư vào CDO xuất hiện. Quỹ chiến lược tín dụng cấu trúc chất lượng cao (High Grade Structured Credit Strategies Fund) - Quỹ đầu cơ cho vay ít hơn trong hai quỹ, cũng sử dụng đòn bẩy lên tới sáu lần, đầu tư vào các CDO khác nhau và các cơ cấu khác. Nhưng thị trường cho các CDO này đột nhiên ngừng lại. Không ai mua và chính vì thế mà không thể định giá chúng. Bear Stearns buộc phải dừng việc mua cũng như việc hoàn quỹ và cam kết sẽ đưa ra mức định giá cho các giá trị cuối tháng Năm và cuối tháng Sáu vào trước trung tuần tháng Bảy. Chính sự trì hoãn này là nguyên nhân gây lo ngại. Các nhà đầu tư phân vân tại sao lại cần nhiều thời gian như vậy. Họ lo lắng sẽ bị lỗ lớn, nhưng khi các con số được tiết lộ thị trường gần như choáng váng. Quỹ chiến lược tín dụng cấu trúc chất lượng cao này thua lỗ tới 90% trong khi Quỹ đầu tư cho vay kia lỗ tới gần 100%.

Rất nhiều ngân hàng cũng tồn tại loại tài sản này trên bảng cân đối kế toán. Bên cạnh đó, họ biết rằng hầu hết các ngân hàng lớn trên thế giới cũng gặp phải vấn đề tương tự. Một số trường hợp là bởi vì họ đã đầu tư vào đó, hay với những trường hợp khác là bởi vì các chứng khoán đó “được lưu trong kho” của các ngân hàng, chờ bán cho các nhà đầu tư. Tất nhiên, giờ các ngân hàng bị mắc kẹt trong đó. Các chủ ngân hàng bỗng chốc cảm thấy bất an khi cho các ngân hàng khác vay thông qua thị trường được gọi là liên ngân hàng (thị trường này xuất hiện khi một số ngân hàng có lượng tiền gửi dư thừa, có thể bởi vì họ có mạng lưới bán lẻ lớn, trong khi các ngân hàng khác thiếu huy động dụng tiền gửi và cần sử dụng quỹ bán buôn để hỗ trợ tài chính cho các khoản

vay). Bên cạnh đó, các ngân hàng giờ đây muốn duy trì một bảng cân đối kế toán có tính thanh khoản hơn, phòng trong trường hợp họ gặp vấn đề trong việc tìm nguồn quỹ cho mình. Đột nhiên xuất hiện xu hướng muốn tìm các kênh đầu tư an toàn hơn khi các ngân hàng và các nhà đầu tư muốn giữ các trái phiếu chính phủ lợi nhuận thấp hơn là cho nhau vay.

Ban đầu rất nhiều người nghĩ rằng các vấn đề này sẽ nhanh chóng được giải quyết. Nhưng các thị trường không giảm nhiệt và sau hàng loạt các con sóng, cuộc khủng hoảng lớn dần thành một cơn sóng thần thực sự vào tháng Mười năm 2008. Các nhà hoạch định chính sách phải vật lộn để đưa ra những phản ứng thích hợp. Con sóng đầu tiên vào mùa hè năm 2007 tập trung vào các ngân hàng thương mại khi các ngân hàng này đang phải vô cùng khó khăn tìm đủ nguồn quỹ cho thị trường liên ngân hàng. Một số ngân hàng đã phụ thuộc quá nhiều vào các thị trường cấp quỹ bán buôn, trong một vài trường hợp bởi vì họ tin rằng như thế sẽ rẻ hơn là duy trì nhiều chi nhánh [64]. Northern Rock, một tổ chức cho vay thế chấp của Anh thuộc một trong các ngân hàng này. Bắt đầu từ trước đó nhưng đặc biệt sau cuộc khủng hoảng của Northern Rock vào tháng Chín năm 2007, các ngân hàng trung ương đã tung ra hàng loạt các "cửa sổ cho vay" và tại Anh là chương trình đảm bảo tiền gửi (deposit guarantee) để đảm bảo rằng một ngân hàng thương mại lớn sẽ không lao đao một lần nữa do những bất ổn hay "tình trạng tháo chạy" trên thị trường.

Sau đó vào tháng Hai năm 2008, người ta lại tập trung vào các ngân hàng đầu tư Hoa Kỳ, các ngân hàng mà vào thời gian đó không thể vay tiền trực tiếp từ Cục Dự trữ Liên bang để tạo thanh khoản. Bear Stearns, ngân hàng đầu tư lớn thứ năm tại Hoa Kỳ đột nhiên không thể có đủ quỹ và chỉ trong một tuần gần như bị buộc phải sáp nhập với JP Morgan Chase, đồng nghĩa các khoản đầu tư của các cổ đông bị thua lỗ gần toàn bộ. Đồng thời, người ta tuyên bố những ngân hàng đầu tư khác sẽ được vay tiền trực tiếp từ Cục Dự trữ Liên bang trong tương lai. Sau

Bear Stearns, trong một khoảng thời gian ngắn, mối quan tâm tập trung vào các tổ chức bảo hiểm được gọi là bảo hiểm chuyên ngành (monoline insurer), những tổ chức bảo hiểm cho một số các chứng khoán thế chấp nhưng có rất ít vốn.

Vào tháng Bảy năm 2008, những lo ngại với Freddie Mac và Fannie Mae đã khiến thị trường điêu đứng. Mặc dù các danh mục thế chấp khá an toàn nhưng việc giá nhà đất sụt giảm liên tục cũng gây hệ lụy nghiêm trọng. Freddie và Fannie không có danh mục cho vay dưới chuẩn hay Alt-A lớn và họ có bảo hiểm cho vốn vay theo tỷ lệ giá trị cao hơn 80%, nhưng những khoản tổn thất vẫn bắt đầu tăng cao vào năm 2008. Vấn đề là các ngân hàng này được phép hoạt động với tỷ lệ vốn thấp hơn các ngân hàng thông thường, chính vì thế mà họ có ít phương pháp dự phòng hơn. Tuy nhiên các khoản nợ của các nhà đầu tư tại Hoa Kỳ và trên toàn thế giới tăng lên tới khoảng 5,5 nghìn tỷ đô la, cao hơn cả mức dư nợ chưa trả của chính chính phủ Hoa Kỳ. Khi các nhà đầu tư bắt đầu lo lắng về khả năng thanh toán của các tổ chức này, họ bán các khoản nợ đó và yêu cầu Freddie và Fannie phải trả mức chênh cao hơn với các khoản vay mới. Sau đó Freddie và Fannie sẽ phải tính phí thế chấp cao hơn với những người đi vay thông thường. Nhưng vào giữa năm 2008, các khoản này chiếm tới 80% các khoản thế chấp mới. Thị trường MBS tư nhân sụp đổ, một phần nguyên nhân là do cuộc khủng hoảng tài chính, trong khi các ngân hàng ngày càng thận trọng hơn với việc cho vay thế chấp trên bảng cân đối kế toán. Chính phủ Hoa Kỳ nhanh chóng yêu cầu Quốc hội thông qua pháp chế cho phép Bộ Tài chính tái cấp vốn cho Freddie và Fannie nếu thấy cần thiết.

Vào tháng Chín năm 2008, Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã đưa Freddie và Fannie vào “tình trạng bảo hộ”, một phương thức quản lý đặc biệt, và cam kết cung cấp có thể lên tới 100 tỷ USD cho mỗi tổ chức (nếu cần thiết) bằng lượng vốn mới nhằm đảm bảo rằng tỷ lệ vốn của các tổ chức này vẫn đủ trong trường hợp bị thua lỗ nặng. Lượng tiền mới này được cung cấp dưới dạng cổ phiếu ưu đãi, giống với loại vốn được sử dụng tại

Nhật Bản vào cuối những năm 1990 để tái cấp vốn cho các ngân hàng Nhật Bản. Bên cạnh đó, chính phủ cũng đảm bảo sẽ mua 79,9% các công ty này với giá danh nghĩa. Thanh toán cổ tức cho những người nắm giữ chứng khoán thông thường và chứng khoán ưu đãi hiện tại bị dừng lại và giá trị chứng khoán của họ giảm xuống gần như bằng không. Bằng cách nào để Freddie và Fannie có thể tồn tại về lâu dài là điều không ai có thể chắc chắn. Chỉ một điều chắc chắn là bong bóng nhà đất và sự bùng nổ bong bóng đó đã nghiêm trọng, nếu không muốn nói là hoàn toàn loại bỏ các cổ đông hiện tại, và phụ thuộc vào mức tổn thất có thể xảy ra, dường như đã lấy đi một phần lớn trong số tiền của người nộp thuế.

Đợt sóng tiếp theo và cũng là đợt sóng lớn nhất diễn ra ngay sau đó khi các mối quan tâm tập trung vào Lehman Brothers, một ngân hàng đầu tư đang khủng hoảng khác tại Hoa Kỳ có tham gia khá nhiều vào MBS và CDO và cũng đã nhiều tháng cố gắng tìm đối tác hoặc nguồn vốn mới. Vào tuần lễ bắt đầu từ ngày 8 tháng Chín, thời gian dường như đã hết. Đã có những cuộc thảo luận cho tới phút chót nhưng không có đối tác nào sẵn sàng chịu trách nhiệm cho bảng cân đối kế toán của Lehman mà không có sự trợ giúp của chính phủ. Khi chính phủ Hoa Kỳ từ chối giúp đỡ, Lehman buộc phải tuyên bố phá sản vào ngày 15 tháng Chín.

Sẽ khó có thể phóng đại mức ảnh hưởng mà việc Lehman phá sản gây ra trên thị trường tài chính, như những gì chính phủ Hoa Kỳ và toàn thế giới nhanh chóng nhận ra. Điều này đồng nghĩa với một khoản tổn thất khổng lồ mới cho các tổ chức tài chính lớn có liên quan tới Lehman, chính vì thế vấn đề được chú ý là các tổ chức khác cũng sẽ bị tổn thương nghiêm trọng theo. Do hệ thống tài chính liên kết quá mật thiết nên chỉ có một vài tổ chức lớn không có liên hệ với Lehman và, mặc dù một số khoản nợ đã được đảm bảo và nhờ thế nhanh chóng được hoàn trả nhưng đa phần không được đảm bảo (unsecured). Những người cho vay không được đảm bảo nhanh chóng biết rằng họ sẽ

chỉ nhận được chưa đến 10 xu với mỗi đô la bỏ ra. Bên cạnh đó, nếu Lehman không phải là “quá lớn nên không thể thất bại,” thì liệu các tổ chức lớn khác mà cũng rất ít vốn, đặc biệt có quan hệ tiềm tàng với Lehman sẽ như thế nào? Một cách đơn giản, các ngân hàng sẽ cảm thấy bất ổn và dừng cho nhau vay. Hơn nữa, họ bắt đầu cắt giảm cho vay với tất cả cá nhân và tổ chức, chỉ ngoại trừ những người vay là doanh nghiệp hay người tiêu dùng an toàn nhất. Mọi người càng ngày càng lo rằng tín dụng có thể sẽ khô kiệt hoàn toàn. Thị trường chứng khoán lâm vào khủng hoảng, giảm tới 30% chỉ trong một vài ngày giao dịch, và trong khoảng một tuần toàn bộ hệ thống dường như rơi vào nguy cơ tan chảy.

Đối mặt với tình trạng hiểm nguy này, chính phủ bắt đầu hành động, sử dụng quyền lực và huy động nguồn tiền theo cách mà dường như họ không thể nghĩ tới một năm trước đó. Trong những tuần sau khi Lehman phá sản, hệ thống ngân hàng quốc tế có nhiều chuyển đổi khi rất nhiều nước thực hiện hỗ trợ các tổ chức yếu nhất của họ bằng việc cung cấp hoặc đảm bảo nguồn vốn trực tiếp. Nước Anh là một trong những quốc gia đầu tiên can thiệp một cách toàn diện, nhưng rất ít nước sau đó không can thiệp. Hoa Kỳ ban đầu có vẻ lưỡng lự bởi vì Quốc hội muốn đảm bảo cho những cam kết của người trả thuế, trong khi suy nghĩ của người Mỹ rằng không cần thiết phải cứu các doanh nghiệp thất bại trở nên công khai và phổ biến. Nhưng với việc các nước châu Âu đảm bảo cho chính ngân hàng của họ, Hoa Kỳ không có nhiều lựa chọn ngoài việc làm theo phương thức đó, nếu không dòng tiền sẽ chảy sang châu Âu. Chỉ trong ba tới bốn tuần vào tháng Mười năm 2008, hệ thống tài chính quốc tế được cách mạng hóa. Đó là một tuyên bố bãi ước bất ngờ cho hệ thống tài chính và một lời cáo buộc chung với bong bóng nhà đất và sự thất bại trong việc cung cấp tài chính cho lĩnh vực nhà đất. Nhưng do những lo sợ về một cuộc khủng hoảng nghiêm trọng, các hành động của chính phủ không thể ngăn chặn việc giá tài sản tài chính sụp đổ, đặc biệt là chứng khoán và trái phiếu doanh

nghiệp khi các quỹ đầu tư phòng hộ, các ngân hàng và các nhà đầu tư liên tục thanh toán nợ và giảm mức rủi ro.

Cuộc khủng hoảng tài chính vẫn tồn tại sau tháng Tám năm 2007 bởi vì, nếu giá nhà đất giảm và tình trạng quá hạn thế chấp tăng cao, sẽ không thể biết các ngân hàng còn có thể thua lỗ bao nhiêu. Hơn nữa, khi tình trạng suy thoái kinh tế tăng nhanh ở Hoa Kỳ, sau đó là châu Âu và trên toàn thế giới (thậm chí trước khi Lehman bị phá sản), tình trạng này đe dọa gây nên tổn thất lớn trong cả các lĩnh vực khác. Sau tháng Mười năm 2008, những lo lắng rằng khủng hoảng sẽ xảy ra ngày càng nghiêm trọng. Tại Hoa Kỳ mối tập trung ban đầu là vào các khoản cho vay thẻ tín dụng và cho vay mua ô tô, sau đó mối tập trung đó tăng dần vào các khoản cho vay mua bất động sản thương mại. Tại Anh và Tây Ban Nha mối tập trung đặc biệt vào các thua lỗ thế chấp khi các bong bóng nhà đất nổ tung. Ở Anh, cũng giống như Hoa Kỳ, tài chính được chứng khoán hóa đóng vai trò quan trọng trong thời kỳ bùng nổ cho vay thế chấp. Vào năm 2006, 2/3 các khoản cho vay thế chấp mới tại Anh thu được từ các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp [65]. Khi thị trường cho vay được chứng khoán hóa sụt giảm vào cuối năm 2007, thế chấp đột nhiên trở nên đắt hơn và khó đạt được hơn. Hơn nữa, không giống như Hoa Kỳ, Anh không có những tập đoàn tương tự như Fannie Mae và Freddie Mac để lấp chỗ trống.

Nhưng chứng khoán hóa thế chấp không phải là lý do duy nhất gây ra bong bóng nhà đất và khiến bong bóng đó bùng nổ. Các ngân hàng ở Hoa Kỳ và Anh vẫn giữ rất nhiều các khoản cho vay thế chấp trên bảng cân đối kế toán, đặc biệt các ngân hàng khu vực nhỏ hơn, và các ngân hàng đó dường như đã nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay với các vấn đề này. Hơn nữa, các thời kỳ bùng nổ nhà đất ở các nước khác hầu hết diễn ra mà không có chứng khoán hóa cũng đóng một vai trò lớn. Do vậy chúng ta không nên đổ lỗi toàn bộ vấn đề cho chứng khoán hóa và CDO. Về cơ bản, nguyên nhân chính là do có quá nhiều nợ.

TẠI SAO CÁC NGÂN HÀNG CHO VAY QUÁ NHIỀU NHƯ VẬY?

Mức cho vay trong nền kinh tế được quyết định bởi các tổ chức tài chính, dựa trên các đánh giá của các tổ chức đó về nguy cơ và khả năng lợi nhuận từ cơ hội cho vay mà họ có thể có. Cho vay thông thường không chịu sự kiểm soát của chính phủ. Một khi chính phủ kiểm soát, và ở một số nước thuộc thế giới đang phát triển vẫn là như thế, các ngân hàng phải đối mặt với việc kiểm soát ở hàng loạt các vấn đề: cho ai vay tiền, với mức lãi suất bao nhiêu v.v... Nhưng trong các nền kinh tế hiện đại tiên tiến, hệ thống ngân hàng có thể cho vay đến mức nào ngân hàng đó muốn, vấn đề chỉ là liệu ngân hàng đó có đủ vốn từ cổ đông và có thể đáp ứng các yêu cầu vốn cũng như điều tiết của các cơ quan quản lý hay không [66].

Các quan sát viên dày dặn kinh nghiệm đã tranh luận trong rất nhiều năm rằng hệ thống như vậy sẽ càng kích thích cho vay hơn [67]. Tuy nhiên xét về cơ bản nếu các ngân hàng có mục đích là tạo lợi nhuận và tránh tự nổ tung thì họ sẽ có động lực không cho vay quá nhiều.

Nhưng nếu các ngân hàng nới lỏng tiêu chuẩn rủi ro của mình, thậm chí chỉ một chút thì tỷ lệ cho vay sẽ tăng cao. Giả sử các ngân hàng chỉ tăng từ 1 tới 2 phần trăm trong danh mục thế chấp vốn vay theo tỷ lệ giá trị 100%. Thậm chí nếu nguy cơ tổn thất các khoản vay đó có thể được đánh giá ở mức 5%, đó vẫn có thể là mức rủi ro chấp nhận được/một mức được mong đợi với các ngân hàng và rất an toàn đối với các nhà điều tiết. Nhưng đó lại là một nguồn cung nhiên liệu cho thị trường, cho phép một số người có thể mua nhà, trong khi trước đó họ không thể đủ tiền để làm như vậy. Đây chính là những gì đã xảy ra với cơn lũ thế chấp tại Hoa Kỳ. Tịch thu các tài sản thế chấp dưới chuẩn vọt tới gần 10% vào năm 2001, mà thường tổn thất vào khoảng 50% với mỗi tài sản tịch thu, mức tịch thu này đã góp thêm 5% tổng tổn thất. Đó là mức độ rủi ro mà các ngân hàng nghĩ họ phải chấp nhận vào năm 2004-2006.

Các ngân hàng đã phạm phải sai lầm. Trong thời kỳ bong bóng, cơ

chế quản lý của các ngân hàng cũng có thể bị ảnh hưởng bởi xu hướng tự mãn chung. Một nguy cơ khác là ban quản lý của các ngân hàng sẵn sàng chấp nhận nhiều rủi ro hơn mức các cổ đông của ngân hàng đó có thể chấp nhận được. Nếu mọi việc diễn ra trôi chảy, họ sẽ được nhận một khoảng lương hậu hĩnh cùng tiền thưởng lớn, trong khi nếu có điều gì đó tồi tệ xảy ra họ sẽ tìm một công việc khác. Ban lãnh đạo ngân hàng (và các cổ đông) cũng biết rằng có một người bảo hộ tiềm năng cho hệ thống, mà chính xác đó là chính phủ.

Chính phủ ở khắp nơi theo hình thức nào đó có các biện pháp nhằm đảm bảo tiền gửi, hình thành các biện pháp nhằm tránh lặp lại hiện tượng những năm 1930, thời kỳ mà mọi người xếp hàng cả đêm bên ngoài ngân hàng để rút tiền, hy vọng sẽ vượt lên được những người khác. Tại Hoa Kỳ, mọi khoản tiền gửi lên tới 100.000 đô la đều được đảm bảo 100%, một biện pháp hào phóng cần thiết được hình thành sau đợt đổ xô rút tiền khỏi ngân hàng những năm 1930 [68]. Những người giàu có giờ đây đơn giản chỉ cần gửi 100.000 đô la vào các ngân hàng khác nhau và hoàn toàn được đảm bảo. Ở các nước khác, hệ thống này ít toàn diện hơn, và chính vì thế mà dẫn tới sự sụp đổ Northern Rock. Mãi tới tháng Chín năm 2007, một kế hoạch của Anh – Quỹ bảo vệ tiền gửi (Deposit Protection Fund), được tài trợ bởi chính các ngân hàng – sẽ trả 90% tất cả các khoản tổn thất nhưng chỉ tối đa là 18.000 Euro mỗi cá nhân, chính vì thế sẽ không có lợi gì nếu gửi 20.000 Euro vào các ngân hàng khác nhau. Một khi mọi người bắt đầu lo lắng rằng có thể có một vấn đề gì đó, mọi người sẽ tìm lý do để rút tiền nhằm tránh nguy cơ bị thâm hụt 10%. Hơn nữa rất nhiều người lớn tuổi hơn gửi tiết kiệm các khoản tiết kiệm về hưu của họ, thường số tiền đó lớn hơn 20.000 Euro. Chính phủ Anh buộc phải tiếp nhận Northern Rock và đảm bảo cho tất cả các khoản tiền gửi.

Vào thời điểm thuận lợi, mọi người không quan tâm nhiều tới các chi tiết của kế hoạch bảo vệ, hay bảo hiểm tiền gửi nói trên. Trong mọi trường hợp, bên cạnh những kế hoạch đảm bảo rõ ràng, họ thường tin

rằng có các ngân hàng lớn “lớn đến mức không thể phá sản”. Chính vì thế, hầu hết những người gửi tiền thông thường không quan tâm tới việc các ngân hàng đang làm gì với các khoản cho vay và hoàn toàn không có bất kỳ ý kiến nào từ công chúng rằng các ngân hàng cần thận trọng. Thực tế, quan điểm của công chúng có thể là họ muốn được cho vay nhiều hơn!!! Về lý thuyết, thị trường bán buôn – các ngân hàng khác và các công ty - rất chú ý và có thể không sẵn sàng cho một số ngân hàng nhất định vay tiền, nếu những ngân hàng này được cho là đang thực hiện một số phương thức rõ ràng rất rủi ro. Chính vì thế các ngân hàng đó sẽ phải trả nhiều hơn cho số tiền vay sỉ của họ, biện pháp này đưa ra một quy tắc hiệu quả. Nhưng khi toàn bộ hệ thống tài chính rơi vào tình trạng bong bóng, những người cho vay bán buôn cũng thường bị mắc kẹt và quy tắc này không được xem xét đến nữa. Chỉ khi bong bóng nổ tung, mọi người mới đột nhiên trở nên cẩn trọng một cách lạ thường. Điều này đã xảy ra tại Nhật Bản trong và sau thời kỳ bong bóng, các ngân hàng Nhật Bản buộc phải thanh toán nhiều hơn đối với các khoản vay nước ngoài khi bong bóng sụp đổ vào những năm 1990, cho tới khi chính phủ chắc chắn đảm bảo tất cả các khoản cho vay. Điều này một lần nữa lại xảy ra vào năm 2007. Trong thời kỳ ổn định, những người cho vay có xu hướng đánh giá thấp các rủi ro của một cuộc khủng hoảng lớn hay đơn giản là để cuộc khủng hoảng đó cho các nhà quản lý giải quyết. Các nhà quản lý dựa vào các yêu cầu vốn Basel được đưa ra vào những năm 1980, được thiết kế nhằm giảm rủi ro khi các ngân hàng không có khả năng trả nợ. Các quy tắc Basel (như đã đề cập trong Chương 3) yêu cầu các ngân hàng giữ các mức vốn thích hợp với các khoản cho vay, với các mức vốn khác nhau cho các mức rủi ro cho vay khác nhau. Nhưng chính do yêu cầu dự trữ vốn cho các khoản cho vay, hệ thống đơn giản khuyến khích các ngân hàng loại bỏ các khoản vay ra khỏi bảng cân đối kế toán, hoặc bán hết chúng hoặc sử dụng SIV; những phương thức này đáp ứng các quy tắc nhưng trong rất nhiều trường hợp hóa ra có một đảm bảo ngầm cho các ngân hàng. Bên cạnh

đó, tập trung vào vốn nghĩa là tính thanh khoản của các ngân hàng không được quan tâm đúng mức. Một vấn đề khác với các quy tắc là nguồn vốn cần thiết cho các cho vay thế chấp đã bỏ qua tỷ lệ LTV (Loan-to-Value - tỷ lệ vay so với giá trị) của thế chấp hay sự tồn tại của đảm bảo thế chấp. Với các ngân hàng, điều này nghĩa là họ có thể kiếm nhiều tiền hơn bằng một khoản vốn nhất định thông qua việc tập trung vào các khoản cho vay thế chấp rủi ro hơn. Quy tắc Basel II được thực hiện vào năm 2008-2009 tại rất nhiều nước, nhưng cũng bị nghi ngờ rằng liệu các quy tắc này có thể ngăn chặn cuộc khủng hoảng. Chúng ta sẽ quay trở lại vấn đề điều tiết tại Chương 11.

Sau khi Cục Dự trữ Liên bang mở rộng cửa sổ thanh khoản nhằm đảm bảo cho các ngân hàng đầu tư sau vụ sụp đổ của Bear Stearns, nguy cơ một ngân hàng nổ tung do những bất ổn thanh khoản giảm. Nhưng thay vào đó mối quan tâm tập trung vào khả năng thanh toán (solvency). Liệu các ngân hàng bị ảnh hưởng nặng nề nhất có thể huy động đủ vốn để bù lại cho những thua lỗ của họ? Khi giá trị trái phiếu và chứng khoán ưu đãi giảm, các nhà đầu tư rõ ràng cảm thấy bất ổn. Các quỹ đầu tư quốc gia tại châu Á và Trung Đông, từng cung cấp nguồn vốn mới vào cuối năm 2007, cũng trở nên thận trọng hơn. “Kế hoạch cứu trợ” Freddie và Fannie của chính phủ Hoa Kỳ được mọi người chào đón và ban đầu cảm thấy được cứu thoát, nhưng một quyết định quan trọng mà chính phủ đưa ra là kế hoạch không phải để hỗ trợ trực tiếp những người nắm giữ chứng khoán ưu đãi như một số người đã hy vọng. Chính vì thế, giá chứng khoán ưu đãi ở các tổ chức bị khủng hoảng khác tiếp tục giảm mạnh hơn nữa. Rất nhiều ngân hàng giữ các khoản đầu tư bằng các chứng khoán ưu đãi và nợ ngân hàng khác trên bảng cân đối kế toán. Chính vì thế họ phải đối mặt với các khoản tổn thất mới và hơn thế, không thể hy vọng thâm nhập vào thị trường nợ ưu đãi bằng nguồn vốn mới. Với Lehman Brothers, niềm hy vọng duy nhất là một đối tác mới, một đối tác sẽ chịu trách nhiệm cho toàn bộ bảng cân đối kế toán của họ. Nhưng họ đã để kế hoạch quá muộn.

Rốt cuộc, cuộc khủng hoảng có nguyên nhân là do có quá nhiều nợ và từ tháng Tám năm 2007, quá trình diễn ra hoàn toàn ngược lại. Nhưng sau khi Lehman phá sản, cuộc khủng hoảng diễn ra nhanh hơn đến mức báo động, dẫn tới sự sụt giảm nghiêm trọng giá tài sản tài chính trên toàn thế giới. Đồng thời, các ngân hàng thực hiện cắt giảm tài chính cho cả khu vực kinh doanh và người tiêu dùng, các cuộc khảo sát chỉ ra rằng các tiêu chuẩn cho vay bị thắt chặt mạnh mẽ ở cả châu Âu và Hoa Kỳ. Vào cuối năm 2008, các ngân hàng trên toàn thế giới cũng bắt đầu cắt giảm mạnh mẽ, gây nên nhiều chuyển biến trên các thị trường đang nổi và Trung Đông. Thông thường nếu điều này xảy ra sẽ ảnh hưởng tới cả những người đi vay tốt nhất cũng như những người đi vay nhiều rủi ro nhất, khi các ngân hàng cắt giảm ở tất cả các khu vực. Chúng ta sẽ quay trở lại câu hỏi cuộc khủng hoảng tài chính sẽ diễn ra như thế nào trong chương cuối, nhưng ngay bây giờ chúng ta cùng xem xét khía cạnh hộ gia đình của vấn đề, để xem người tiêu dùng phản ứng như thế nào trước sự sụp đổ của bong bóng chứng khoán và sự bùng nổ của cuộc khủng hoảng tài chính.

GIÁ NHÀ ĐẤT SỤT GIẢM ĐE DỌA TỚI TÀI SẢN CÁ NHÂN

Bùng nổ giá nhà đất trong khoảng thời gian dài đã làm gia tăng khối tài sản của các hộ gia đình ở rất nhiều nước, đặc biệt là Anh như chúng ta sẽ thấy. Nhưng đồng thời cũng làm gia tăng một khoản nợ khổng lồ, và giờ đây khi giá nhà đất giảm, tài chính của các hộ gia đình rơi vào tình trạng bị kéo căng. Bảng 8.1 cho thấy tỷ lệ tài sản so với thu nhập và nợ so với thu nhập của sáu nước, so sánh số liệu vào cuối năm 2007 (trước khi giá nhà giảm) với mười năm trước đó. Bảng số liệu này cho thấy một số khác biệt rõ rệt giữa các nước và khiến mọi người cần suy nghĩ nghiêm túc, đặc biệt với Hoa Kỳ và Anh.

Tại Hoa Kỳ, tài sản ròng so với thu nhập hầu như bằng nhau vào cuối năm 2007 và cuối năm 1997. Giai đoạn bong bóng thị trường chứng khoán vào 1999-2000, tỷ lệ này có cao hơn trong một khoảng thời gian ngắn, sau đó lại thấp xuống vào năm 2002-2003 khi bong

bóng nổ tung. Nhưng tài sản phi tài chính mà hầu hết là nhà đất tăng từ 207% thu nhập tới 263% mười năm sau. Trong khi đó tổng nợ tăng gần như tương đương, từ 96% thu nhập lên tới 141% thu nhập. Giờ đây tỷ lệ này lại đang sụt giảm. Giá nhà đất sụt giảm 25% sẽ khiến tỷ lệ tài sản giảm khoảng 60 điểm phần trăm. Bên cạnh sự sụt giảm giá chứng khoán và sự gia tăng thu nhập theo thời gian, tỷ lệ giữa tài sản và thu nhập được cho sẽ giảm xuống mức thấp hơn mức năm 2002 (lúc đó vào khoảng năm lần thu nhập). Một số khoản nợ có thể được loại bỏ khi mọi người vỡ nợ, nhưng rất nhiều khoản khác sẽ vẫn là một gánh nặng cần giải quyết. Dấu hiệu quan trọng nhất của vấn đề này có thể là sự gia tăng tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình từ mức gần như bằng 0 trong những năm gần đây. Động thái này diễn biến nhanh và xa như thế nào sẽ là một yếu tố quan trọng khi tình trạng suy thoái kinh tế Hoa Kỳ trở nên trầm trọng. Khả năng là ít nhất sẽ quay trở lại mức 4-6% của nửa đầu những năm 1990.

Bảng 8.1

Tài sản và nợ của hộ gia đình với tỷ lệ thu nhập, 1997-2007

(đơn vị: %)

	Hoa Kỳ	Anh	Canada	Nhật	Đức	Pháp
Tài sản năm 1997	568	583	501	745	508	479
Phi tài chính	207	291	264	455	376	310
Tài sản năm 2007	567	827	554	745	614	795
Phi tài chính	263	536	342	341	416	578
Nợ năm 1997 –	96	105	110	133	102	66
Thế chấp	64	77	72	54	62	50
Nợ năm 2007 –	141	177	134	131	105	89
Thế chấp	106	132	81	65	71	69

Nguồn: Triển vọng kinh tế OECD, Bảng phụ lục 58.

Ghi chú: Số liệu cho thấy tài sản ròng, tài sản phi tài chính ròng và tổng nợ vào cuối năm theo một tỷ lệ với thu nhập khả dụng danh nghĩa. Số liệu năm 1996 và 2006 cho Nhật Bản, Đức và Pháp; và cho tài sản Hoa Kỳ. Mục "thế chấp" của Pháp là cho vay dài hạn.

Tại Anh giai đoạn bùng nổ thị trường nhà đất lâu dài đã đưa tỷ lệ giữa tài sản phi tài chính (hầu hết là nhà ở) với thu nhập lớn hơn nhiều so với ở Hoa Kỳ. Tỷ lệ này tăng từ 291% vào năm 1996, khi giá nhà bị trì trệ nghiêm trọng, lên tới 535% mười năm sau đó. Nợ cũng tăng theo, từ 105% tới 177% do tài sản giảm, khiến nền kinh tế trở nên chậm chạp hơn và tỷ lệ thất nghiệp tăng cao hơn, hai yếu tố này tương tác và khiến hệ quả còn tồi tệ hơn nữa.

Câu chuyện của Canada nằm giữa Hoa Kỳ và Anh. Tài sản ròng đã tăng trong suốt 10 năm, cũng giống như tài sản nhà đất, nhưng tăng với mức độ thấp hơn Anh. Tương tự nợ cũng tăng, nhưng cũng chỉ tăng ở mức độ nhẹ. Có thể tài sản sẽ được khôi phục lại trong một vài năm tới khi giá nhà tại Canada dịu xuống, nhưng giá nhà tại Hoa Kỳ và Anh sẽ khó có thể giảm mạnh bởi vì mức dư thừa trong thời kỳ bùng nổ không lớn và lĩnh vực cho vay dưới chuẩn còn nhỏ hơn nhiều. Một vài thành phố có mức tăng lớn hơn và cũng có thể sụt giảm mạnh hơn, đặc biệt là Vancouver, Calgary, và Edmonton. Như thường lệ lĩnh vực nhà chung cư đặc biệt dễ bị ảnh hưởng.

Ba nước khác ở bảng trên cũng có những câu chuyện khác nhau. Tại Nhật Bản, khi bong bóng nhà đất nổ tung, tài sản phi tài chính giảm nhưng tổng tài sản vẫn ở mức cao, vì tỷ lệ tiết kiệm cao bù lại cho các khoản tổn thất đó. Vay thế chấp khá ổn định. Điều này cũng đúng với cả Đức: tài sản, bao gồm cả tài sản nhà ở tăng nhẹ. Cuối cùng, Pháp lại có một tình trạng khác. Tài sản tăng vọt nhờ tài sản nhà đất, nhưng tỷ lệ nợ thấp hơn rất nhiều. Điều này cho thấy rằng mặc dù giá nhà tại Pháp dễ bị sụt giảm trong những năm tiếp theo, những bất ổn nợ nần của các

hộ gia đình vẫn nhẹ nhàng hơn nhiều so với Hoa Kỳ và Anh. Một phần điều này chứng tỏ thực tế rằng tại Pháp thế chấp lại (remortgage) và rút tiền mặt kém phổ biến hơn nhiều, trong khi tại Hoa Kỳ và Anh điều này rất dễ dàng.

Khi giá nhà giảm mạnh, các chủ nhà phải đối mặt với một thực tế đáng buồn rằng thậm chí nếu họ trả hết thế chấp của mình thì giá trị tài sản cũng vẫn giảm. Nhưng một tin vui là, tùy thuộc vào diễn biến nền kinh tế và triển vọng lạm phát, họ có thể sẽ được hỗ trợ nhờ tỷ lệ thế chấp thấp hơn. Tuy nhiên đáng buồn là điều này đã không diễn ra hầu hết năm 2008, một phần bởi vì lo sợ lạm phát và một phần bởi vì khủng hoảng tài chính đồng nghĩa các ngân hàng không thể tiếp tục thực hiện cắt giảm lãi suất chính thức. Nhưng những lo lắng về lạm phát đã biến mất vào cuối năm 2008 khi kinh tế khủng hoảng trầm trọng, và dường như khó có khả năng có thể phục hồi trong thời gian ngắn. Điều đó đồng nghĩa lãi suất chính thức sẽ rất thấp ở Anh, Úc và Tây Ban Nha cũng như Hoa Kỳ. Không còn lo lắng về lạm phát cũng có thể khiến lãi suất dài hạn tại Hoa Kỳ giảm, mặc dù lợi nhuận tín phiếu Hoa Kỳ kỳ hạn 10 năm đã ở mức dưới 4% trong hầu hết năm 2008. Nói chung, nếu các tin tức kinh tế không tốt, lãi suất thế chấp sẽ giảm, và khiến các chủ nhà được thanh thản hơn mặc dù khó lòng giảm nhẹ các hệ lụy của giá nhà đất.

Với những người mua được giá tốt trước khi giá tăng tới đỉnh điểm và với những người tiếp tục công việc của mình, giá nhà xuống thấp cũng không phải là một thảm họa. Năm, mười hay thậm chí hai mươi năm sau đó họ có thể nhìn lại và thấy rằng kinh doanh một ngôi nhà to hơn chưa chắc đã phải là một khoản đầu tư thực sự tốt, nhưng việc nhìn nhận này có thể phát triển sau một thời gian dài và có thể không gây ra những ảnh hưởng đáng kể. Tuy nhiên, sẽ là một cú sốc nếu họ cho rằng giá nhà sẽ tiếp tục tăng cao, tăng nhanh và rằng ngôi nhà sẽ thay thế khoản lương hưu của họ. Hơn nữa, với những ai mua khi giá nhà đã gần đạt đỉnh điểm có thể sẽ thấy khó khăn vì phải chuyển nhà do yêu cầu

cần tiết kiệm để trả khoản vốn góp âm. Họ có thể bị mắc kẹt, không thể chuyển cũng như phải trả một khoản nợ lớn.

Rất nhiều chủ nhà rõ ràng vô cùng hy vọng rằng thậm chí giá nhà giờ có thể giảm nhưng sẽ tăng trở lại chỉ trong một vài năm. Không may thay, đó chỉ là một hy vọng hão huyền. Trong một thế giới lạm phát thấp, trái ngược với giai đoạn 1960-1990, giá nhà đất sẽ có xu hướng tăng với mức độ hàng năm vào khoảng giữa tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ tăng trưởng thu nhập. Như vậy có nghĩa vào khoảng 2-4% hàng năm. Nhưng thời kỳ bùng nổ nhà ở trên toàn thế giới vào những năm 1990 là một bong bóng, đưa mức giá cao hơn nhiều mức xu hướng. Đáng buồn là có lên rồi sẽ có xuống. Giờ đây giá nhà thấp hơn nhiều so với mức xu hướng, giống như những gì vẫn xảy ra trong môi trường kinh tế yếu kém, và có thể phải mất hàng thập kỷ chứ không phải hàng năm trước khi hồi phục lại mức cao trước đó. Trong chương tiếp theo chúng ta sẽ cùng xem xét kỹ hơn cách diễn biến của các bong bóng, để cố gắng hiểu bằng cách nào các mức giá chênh lệch quá xa so với những đánh giá căn bản.

---

[60]. Nguyên văn “a welcome inconvenience”, ý nói trước đây người dân sẵn lòng và vui vẻ đi vay thế chấp, vì nghĩ rằng đó là một cơ hội kiếm tiền, bất chấp việc phải lo trả nợ vay định kỳ - ND.

[61]. Mark-to-market accounting rules.

[62]. Hiệp hội các thị trường tài chính và ngành chứng khoán, nguồn www.sifma.org

[63]. BusinessWeek, ngày 07 tháng Ba năm 2007.

[64] . Đại loại như việc một số ngân hàng ở Việt Nam từng phụ thuộc quá nhiều vào thị trường 2 (thị trường liên ngân hàng) để huy động vốn, sau đó đem cho khách hàng tín dụng vay – ND.

[65] . Sir James Crosby, Tài chính Thế chấp: Những phân tích ngắn hạn (Mortgage Finance: Interim Analysis). Báo cáo ủy nhiệm bởi chính phủ Anh. Thông tin có tại www.hmtreasury.gov.uk.

[66] . Quan điểm chung của các ngân hàng là họ có thể tập trung tiền gửi và sau đó tìm kiếm cơ hội cho vay. Thực tế, các ngân hàng kiểm soát cả hai phía của bảng cân đối kế toán. Rất nhiều ngân hàng bắt đầu bằng việc xác định cơ hội cho vay và giải ngân. Sau đó nếu các ngân hàng này thiếu tiền gửi, cách đơn giản là họ sẽ đi vay trên thị trường bán buôn từ các ngân hàng khác thông qua việc trả lãi suất qua đêm (vay trên thị trường liên ngân hàng). Các ngân hàng khác tập trung ban đầu vào việc hình thành nguồn tiền gửi, thường với các tổ chức có cơ sở bán lẻ với nhiều chi nhánh trên khắp cả nước. Những ngân hàng này cũng sẽ cho vay, nhưng họ "bán" tiền gửi thặng dư cho các ngân hàng khác thông qua thị trường qua đêm. Và điều rất khéo léo là các tài sản của một ngân hàng riêng biệt và thực tế là của toàn bộ hệ thống ngân hàng (bao gồm các khoản cho vay với các chứng khoán như trái phiếu) sẽ khớp với các khoản nợ (tiền gửi) khá dễ dàng. Như vậy bởi vì bất kể khi nào ai đó rút một khoản cho vay, tiền hoặc sẽ ở trong tài khoản của họ hoặc nếu họ mua cái gì bằng khoản cho vay đó, tiền sẽ chuyển sang tài khoản của một người khác. Dưới đây là một ví dụ cụ thể hơn. Giả sử một người vay một khoản tiền từ một ngân hàng. Điều đầu tiên diễn ra là ngân hàng đó sẽ đưa khoản tiền đó vào tài khoản vãng lai của người vay, anh ta có thể tiêu khi nào tùy ý. Trên sổ sách của ngân hàng có ghi 1 khoản trên tài sản nợ (tiền gửi của khách hàng này) và một tài sản có tương đương (quyền đòi nợ của ngân hàng đối với người vay). Sổ sách vẫn cân đối nhưng số nợ đã tăng lên. Nguồn cung tiền quốc gia cũng tăng theo, bởi vì đó là tổng tất cả các khoản tiền mặt và tiền gửi ngân

hàng. Giờ giả sử người đó sử dụng khoản vay để mua một chiếc ô tô. Tiền dịch chuyển từ tài khoản của anh ta sang tài khoản của người bán ở một ngân hàng khác. Ngân hàng của anh ta khi đó sẽ cần tìm một khoản cho vay khác từ một nguồn khác để giữ sổ sách cân đối vào đêm đó, nhưng ngân hàng của người bán sẽ có thể đưa khoản tiền gửi mới lên thị trường bán buôn. Chính vì thế toàn bộ hệ thống ngân hàng một lần nữa có thể được cân đối một cách dễ dàng. Trong ngày tiền phát tán ra mọi hướng, tới đêm khi sổ sách đóng lại mọi số liệu đều cân bằng.

[67] . Những diễn biến ban đầu của vấn đề và nguy cơ, xem thêm Peter Warburton, Nợ và Điều hoang tưởng: Những sai lầm ngốc nghếch của Ngân hàng trung ương có nguy cơ gây thảm họa (Debt and Delusion: Central Bank Follies that Threaten Disaster), Allen Lane/Penguin Press, 1999.

[68] . Kế hoạch đảm bảo này (có hình thức như một kiểu bảo hiểm tiền gửi) lên tới 250.000 đô la vào năm 2008.

PHẦN III: CĂN NGUYÊN VÀ GIẢI PHÁP

9. BỆNH LÝ CỦA CÁC BONG BÓNG

Theo lý thuyết tài chính truyền thống, các bong bóng không tồn tại. Cổ phiếu, nhà ở và mọi thứ khác đều được định giá bởi các thị trường "hiệu quả", bao gồm các nhà đầu tư thận trọng, có lý trí. Vì sự tồn tại của bong bóng ngụ ý rằng các định giá đã tách ra khỏi các giá trị hợp lý cơ bản, vốn không có chỗ theo quan điểm về thế giới này. Nhiều nhà nghiên cứu đi theo xu hướng này đã được chuẩn bị để chấp nhận rằng không phải tất cả các nhà đầu tư đều có lý trí ở mọi thời điểm. Nhưng họ tin rằng ngay cả khi có các nhà đầu tư không có lý trí , được gọi là những nhà đầu tư không có thông tin về những gì được mua bán (noise trader) thì cũng sẽ có đủ số người tập trung vào các giá trị cơ bản để lướt qua những người kia.

Với hầu hết các nhà đầu tư hiện hữu, nhận định rằng các bong bóng không tồn tại nghe có vẻ rất khác thường. Đôi khi nhận xét đó được dựa trên lý lẽ rằng giá tài sản khá cao trong một giai đoạn đặc biệt đã được biện hộ bởi những điều cơ bản. Ví dụ như trong chương 2, chúng ta đã nghe về một nghiên cứu tranh luận rằng thị trường chứng khoán Mỹ vào năm 1929 đã bị định giá thấp dựa trên các xu hướng lợi nhuận và cổ tức. [69] Một nghiên cứu khác cũng cho ra kết quả như vậy đối với thị trường chứng khoán Đức năm 1927, khi một bong bóng bị cho là do các cấp chính quyền chủ tâm chọc thủng. [70] Nó ngụ ý rằng chính các cấp chính quyền đã bị đổ trách nhiệm là đã tạo ra cả hai vụ sụp đổ ở Mỹ và Đức bằng cách cố gắng châm nổ những gì họ xem là bong bóng một cách sai lầm.

Các tác giả khác đã cho rằng mặc dù các đợt bùng nổ giá tài sản đặc biệt hóa ra không được chứng minh là đúng vào phút cuối, nhưng kỳ vọng tại thời điểm đó lại rất hợp lý. [71] Liên kết chặt chẽ với phân tích này là lý lẽ rằng cho dù sau đó nó trông giống như một bong bóng, thì ở

thời điểm đó cũng không thể được định nghĩa một cách rõ ràng như một bong bóng. Nói cách khác, bong bóng chỉ có thể được nhận diện sau sự kiện, khi sự bùng nổ đã diễn ra.

Quan điểm này về thị trường được dựa trên “Thuyết thị trường hiệu quả” (efficient markets hypothesis - EMH) và được công nhận rộng rãi trong thế giới học thuật. Một phần lý do cho sự hấp dẫn của nó là bởi thuyết này gắn kết một cách chặt chẽ với phần còn lại của lý thuyết kinh tế tiêu chuẩn theo phong cách tân cổ điển, trong đó cũng giả định hành vi lý trí của người tiêu dùng và doanh nhân. Nếu các thị trường luôn được định giá đúng thì chúng đang đưa ra chính xác các tín hiệu đúng để các doanh nghiệp biết cách phân bổ nguồn lực. Hầu hết các nhà kinh tế học đều rất tin tưởng vào nền kinh tế thị trường và do đó rất miễn cưỡng thừa nhận rằng các thị trường có thể hành xử không đúng đắn.

Các nhà kinh tế học và chuyên gia tài chính chính thống còn ưa thích Thuyết thị trường hiệu quả vì một lý do khác. Nó cho phép họ làm việc với một lý thuyết về giá cả thị trường dễ sử dụng và đưa ra các lý lẽ bào chữa rõ ràng cho các đánh giá. Chúng ta sẽ trở lại lý thuyết này sau vì theo ý kiến của tôi, nhìn chung nó đã đúng trong cách tiếp cận về việc thị trường nên được định giá như thế nào. Vấn đề là các định giá trong thực tế đôi khi lại rời xa và tách biệt những giá trị nói trên!

Tuy nhiên, có một nghịch lý trong cốt lõi của Thuyết thị trường hiệu quả. Nó tranh luận rằng vì thị trường đang hiệu quả nên không thể kiếm tiền một cách dễ dàng bằng cách cố gắng đánh bại thị trường. Vậy cách tốt nhất để đầu tư vào cổ phiếu là mua các chứng chỉ Quỹ Chỉ số Chứng khoán (Index Funds) [72], vì xét ở góc độ trung bình thì các quỹ này sẽ không thể có kết quả kém hơn các Quỹ được quản lý chủ động (Actively Managed Funds) [73]. Thật vậy, vì có chi phí thấp hơn nên lúc nào các quỹ này cũng thường có thành tích tốt hơn đa số các quỹ được quản lý, như đã được xác nhận trong các bảng thành tích. Nghịch lý là nếu tất cả mọi người đều tin vào điều này và đều đầu tư vào các quỹ chỉ

số chứng khoán thì sẽ không có ai xem xét các định giá cơ bản để đảm bảo rằng các thị trường vẫn còn hiệu quả.

Theo quan điểm của tôi, các đề xuất "ầm ĩ" của Thuyết thị trường hiệu quả đã góp phần vào đợt bong bóng cổ phiếu thập niên 1990 thông qua các cuộc tranh luận. Bằng cách cho rằng thị trường luôn luôn "đúng", rằng bong bóng không tồn tại, và rằng cổ phiếu luôn mang lại kết quả tốt trong dài hạn, các nhà lý luận này đã làm giảm khả năng phán đoán rủi ro của các nhà đầu tư trên thị trường. Trái với những nhà phân tích đã cảnh báo về một bong bóng tiềm ẩn, không chỉ có một vài người lập luận rằng "lần này thì khác" do có những thay đổi trong nền kinh tế hoặc trong công nghệ, mà còn có những nhà lý luận không có tên tuổi bình tĩnh cho rằng dù thế nào đi nữa thì thị trường cũng không thể đi quá xa giới hạn.

Sau sự sụp đổ của bong bóng cổ phiếu, Thuyết thị trường hiệu quả đã mất đi một phần sức cám dỗ. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, các lý luận tương tự cũng diễn ra trong lĩnh vực nhà ở, nhất là việc cho rằng các lực lượng thị trường có thể quản lý nhà ở và tài chính nhà đất, thậm chí là khi bong bóng phình to và đòn bẩy nợ tăng cao. Chúng ta đã xem xét vai trò của các sai lầm về chính sách, đặc biệt là chính sách tiền tệ quá dễ dàng, và sẽ trở lại chủ đề này. Nhưng nhiều chuyên gia tài chính và nhà đầu tư đang tìm các cách giải thích khác cho các bong bóng, trong chính các thị trường của chúng. Nhìn chung có ba lĩnh vực cần tìm hiểu: tài chính hành vi (behavioral finance), "sự đầu cơ hợp lý" (rational speculation) và lý thuyết ngưỡng giới hạn (critical state theory).

Các lĩnh vực này không nhất thiết phải tách biệt. Thật vậy, sự tương tác giữa các lĩnh vực này và với chính sách tiền tệ là một phần của câu chuyện. Nhưng chúng tiếp cận từ nhiều góc độ khác nhau. Và trong khi Thuyết thị trường hiệu quả có được một số lượng lớn nhà học thuật ủng hộ thì các học thuyết mới này cũng có đủ lý do tồn tại.

TÀI CHÍNH HÀNH VI

Các nhà đầu tư thì cũng là con người, và con người thì đôi khi cũng không có lý trí. Điều này có vẻ hiển nhiên, mặc dù Thuyết thị trường hiệu quả cho rằng con người có đầy đủ lý trí, không bị tác động bởi cảm xúc, và không chịu ảnh hưởng của những người khác. Tất nhiên, nhiều nhà bình luận từ lâu đã nghi ngờ phương pháp tiếp cận này và ý tưởng "sự điên rồ của đám đông" (madness of the crowds) đã xuất hiện từ hàng trăm năm trước. [74] Nhưng các thí nghiệm tài tình về tâm lý học, giúp hình thành nền tảng của tài chính hành vi, giờ đây cuối cùng đã minh chứng rằng không phải con người luôn hành xử một cách lý trí khi đề cập đến việc đánh giá rủi ro và đầu tư. Và điều này không thể hiện ở đâu khác rõ rệt hơn là trong một thời kỳ bong bóng kinh tế.

HỌC THUYẾT TIỀM NĂNG

Một trong những lĩnh vực nghiên cứu thú vị nhất là lý thuyết tiềm năng (prospect theory), đã đưa ra nền tảng về việc mọi người ra quyết định trong thực tế, đối mặt với rủi ro và sự bấp bênh như thế nào. Hóa ra nó khác rất xa cách tiếp cận hợp lý được thừa nhận trong lý thuyết truyền thống. Một phát hiện sớm là mọi người thực sự ghét thiệt hại nhiều hơn là yêu thích lợi nhuận (trái với nhà đầu tư "có lý trí", người được giả định là xem chúng tương đương nhau). Người ta đã phát hiện ra điều này trong một thí nghiệm nổi tiếng lần đầu tiên được tiến hành bởi hai nhà kinh tế học người Israel, Kahneman và Tversky, vào năm 1979 và đã được báo cáo trong một loạt nghiên cứu đã giúp họ giành được Giải Nobel năm 2002. [75]

Trong thí nghiệm đó, mọi người được đưa ra các lựa chọn đặt cược sau đây (hoặc là "triển vọng" hay "tiềm năng"): Họ có thể chọn đặt cược với 80% cơ hội chiến thắng 4.000 USD và 20% rủi ro không được gì cả, hoặc đặt cược với 100% cơ hội nhận được 3.000 USD. Hầu hết các chủ thể đều chọn 100% cơ hội chiến thắng 3.000 USD, mặc dù kỳ vọng toán học của lựa chọn đầu tiên cao hơn (4.000 USD x 0,80 + 0 USD × 0,20 = 3.200 USD). Tất nhiêu điều này không phải là không có

lý. Trên hết, "một con chim trong tay đáng giá bằng hai con trong bụi rậm." Tuy nhiên, hãy nhìn vào những gì đã xảy ra với triển vọng tiếp theo, cũng được đề nghị với cùng nhóm người này.

Họ lại có một sự lựa chọn khác: hoặc đánh cược với 80% rủi ro mất 4.000 USD và 20% cơ hội không mất gì cả, hoặc đặt cược với 100% rủi ro mất đi 3.000 USD. Đa số mọi người lại đã chọn cách đầu tiên, mặc dù kỳ vọng toán học của thiệt hại cao hơn (-4.000USD × 0,80 – 0USD × 0,20 = -3.200USD). Rõ ràng là họ muốn có cơ hội để ngăn chặn toàn bộ thiệt hại, mặc dù có thể chỉ có xác suất 20%.

Các thí nghiệm tương tự đã được tiến hành trên khắp thế giới với các kết quả như nhau và hiện nay nó được củng cố rằng mọi người và các nhà đầu tư, chịu ảnh hưởng của tâm lý sợ thua lỗ , nghĩ rằng hình phạt tinh thần từ một thiệt hại đã cho luôn lớn hơn phần thưởng tinh thần có được từ lợi ích có quy mô tương tự. Một số nghiên cứu đã tính toán rằng sự bù đắp phần thưởng/hình phạt tinh thần chỉ ngang nhau khi lợi nhuận tài chính gấp ba lần thiệt hại.

Thoạt nhìn, tâm lý sợ thua lỗ không giúp ích gì trong việc giải thích cho các bong bóng. Trên thực tế là còn ngược lại. Nếu mọi người lo ngại bị thiệt hại, vậy tại sao họ lại mua cổ phiếu, nhà ở hoặc tài sản khác khi giá đang cao? Tuy nhiên, những gì xảy ra trong suốt thời kỳ bong bóng là mọi người bắt đầu tin rằng thiệt hại không thể xảy ra. Họ tin tưởng vào các ý nghĩ như cổ phiếu luôn luôn tốt trong dài hạn hay giá nhà không bao giờ giảm. Và vì thế cảm giác thông thường đối với tâm lý không thích bị thiệt hại, giúp giữ giá cổ phiếu và nhà ở trong mức bình thường, cũng không có.

Lý thuyết tiềm năng đã nhận thấy một vài lĩnh vực khác mà trong đó người dân có vẻ không hành xử một cách lý trí. Ví dụ như tính toán hoặc cấu trúc về mặt tinh thần [76] (mental accounting/framing) là xu hướng của các cá nhân sắp xếp thế giới của họ thành các tài khoản ảo (mental account) riêng biệt. Do đó họ có thể vay với lãi suất cao để mua

xe hơi trong khi tiết kiệm cho tương lai với lãi suất thấp hơn. Tất nhiên chúng tôi không phủ nhận rằng có thể có nhiều lý do mang tính thanh khoản giải thích việc đi vay, ngay cả khi họ có tiền tiết kiệm. Tuy nhiên nó có thể dẫn đến các quyết định không hợp lý.

Một khía cạnh quan trọng của việc phân khúc về mặt tinh thần nói trên là mọi người thường xuyên xem các khoản lợi nhuận gần đây là "tiền để chơi". Họ cảm thấy hạnh phúc khi tái đầu tư, kể cả vào các lĩnh vực có rủi ro cao, vì họ vẫn chưa cảm thấy khoản lợi nhuận này là tiền bạc của mình, do đó họ sẽ ít cảm thấy tiếc nuối nếu mất đi. Chính xu hướng này sẽ giải thích lý do tại sao những người đánh bạc ít thất vọng hơn vào cuối ngày, nếu họ đã thua lại một phần tiền đã thắng trước đó hơn là nếu họ thua đi một phần số tiền mang theo. Một lần nữa, trong một thị trường đang lên thì rất dễ dàng nhìn thấy các nhà đầu tư có thể vui vẻ tái đầu tư lợi nhuận như thế nào.

NEO TÂM LÝ

Tài chính hành vi đã cho thấy rằng mọi người thường sử dụng kinh nghiệm để giúp họ ra quyết định trong một môi trường bấp bênh. Ví dụ như làm thế nào mà người ta quyết định được điều gì đó có xứng đáng hay không? Một phương pháp tiếp cận phổ biến là neo tâm lý (anchoring): xu hướng các nhà đầu tư tin rằng cấp độ ban đầu của một thị trường (khi họ đầu tư lần đầu tiên) là một dạng neo sẽ kéo thị trường trở lại.

Đáng chú ý rằng đây thậm chí không phải là một quy trình hợp lý, có ý thức. Một trong những ví dụ thí nghiệm nổi tiếng của neo tâm lý là bài kiểm tra về thời đại sống của Thành Cát Tư Hãn. Hầu hết mọi người đều đã nghe nói về Thành Cát Tư Hãn, hoàng đế chiến binh châu Á, nhưng chỉ rất ít người biết rõ về thời đại sống của ông ấy. Trong các bài kiểm tra, một nhóm người được yêu cầu đơn giản là ước lượng ngày Thành Cát Tư Hãn qua đời, và các câu trả lời trải dài suốt 2.000 năm qua, chia đều giữa thiên niên kỷ thứ nhất và thứ hai. Một nhóm người khác lại được yêu cầu viết ba chữ số cuối cùng trong số điện thoại của

họ và sau đó ước tính ngày mất của ông. Người ta thấy rằng việc viết ra 3 chữ số trong số điện thoại đã tác động đến việc neo tư duy của mọi người vào một con số có ba chữ số, và các ước tính sau đó của họ về ngày mất của Thành Cát Tư Hãn có xu hướng tập trung vào thiên niên kỷ đầu tiên. (Trên thực tế, ông ấy qua đời vào năm 1227.)

Người ta cũng nhận thấy rằng neo tâm lý đã ảnh hưởng đến sự định giá của các chuyên gia. Một thí nghiệm đã đưa các nhóm chuyên gia định giá đến một ngôi nhà đang rao bán, cho họ 20 phút để tìm hiểu, và cung cấp cho họ một gói thông tin về ngôi nhà đó và các nhà khác trong cùng khu vực [77]. Cả hai nhóm được cung cấp cùng một gói thông tin, ngoại trừ giá rao bán tài sản thì khác nhau. Với giá chào bán trung bình là 119.900USD thì các chuyên gia cho rằng mức giá đạt được có thể là 111.454 USD, trong khi nhóm khác khi biết giá chào bán là 149.000 USD (giá trung bình) thì cho rằng ngôi nhà có thể bán được với giá 127.318 USD. Rõ ràng là các nhà môi giới đưa ra giá chào bán cao hơn đã cảm thấy rằng giá đã quá cao, nhưng họ đã bị ảnh hưởng bởi nó một cách rõ ràng và đã không định giá đủ thấp.

Neo tâm lý thường có tác động chống lại các bong bóng bằng cách khuyến khích nhận lấy lợi nhuận sớm, vì các nhà đầu tư không thể tin rằng thị trường có thể tăng quá nhiều. Nhưng nó cũng ảnh hưởng đến tâm lý lo sợ hối tiếc (regret aversion) trong việc khuyến khích các nhà đầu tư tiếp tục duy trì thiệt hại để kỳ vọng vào một sự hồi phục. Vì vậy, trong các thời điểm bình thường, việc neo tâm lý có thể giúp thị trường ổn định ở một mức nào đó.

Tuy nhiên, nó có thể bắt đầu tác động một cách khác đi một khi bong bóng được xác định là đang diễn ra. Từ giai đoạn giữa cho đến cuối của một bong bóng, người ta thường sẵn sàng mua cổ phiếu hoặc nhà ở, ngay cả khi chúng đắt hơn giá trung bình trong quá khứ, vì mức giá đó đã ở mức đủ lâu nên nó có vẻ bình thường và dễ chịu. Ví dụ như trong suốt năm 1998, chỉ số NASDAQ của Mỹ đã dao động mạnh trong phạm vi từ khoảng 1.400 đến 2.000 điểm. Số điểm này đã gấp hai lần

so với năm 1995, nhưng đến năm 1999, khi lãi suất đã được cắt giảm và lợi nhuận cao hơn, người dân đã bắt đầu mua vào trở lại, với niềm tin rằng mức giá năm 1998 là một cơ sở hợp lý. Vì các nhà đầu tư bị neo xung quanh cấp độ này, nên họ cảm thấy lạc quan hoặc nghe được tin tốt thì sẵn sàng đầu tư thêm, mặc dù giá bán của nhiều cổ phiếu là gấp 50, 60 lần lợi nhuận hoặc nhiều hơn (và rất nhiều cổ phiếu không có lợi nhuận gì cả). Điều này giúp giải thích một yếu tố điển hình ở hầu hết mọi bong bóng: sự tăng giá trong thời gian dài trước các giai đoạn cuối cùng của bong bóng.

Neo tâm lý cũng có thể tác động làm cho mọi người tin rằng lợi nhuận sẽ tiếp tục theo xu hướng gần đây. Vào năm 1998-1999, chứng khoán Mỹ đã có lợi nhuận hai chữ số trong nhiều năm, vượt hơn hẳn các hình thức đầu tư khác. Chúng ta có thể kỳ vọng một cách có lý trí rằng lợi nhuận trong tương lai sẽ cần phải thấp hơn mức trung bình. Nhưng neo tâm lý khiến mọi người mong đợi các mức lợi nhuận này sẽ được tiếp tục và các cuộc khảo sát nhiều lần cho thấy rằng mọi người đang kỳ vọng tiếp tục nhận được lợi nhuận hai chữ số. Cuộc khảo sát về các kỳ vọng về giá nhà của Mỹ trong Chương 5 đã thể hiện cùng một xu hướng như vừa trình bày.

Các tập thể được gọi là "nhóm những người ngốc" (fools rallies) cũng có thể có liên quan đến neo tâm lý. Hiện tượng này (khá phổ biến trong giai đoạn cuối của một bong bóng) xảy ra khi thị trường có một sự phục hồi mạnh mẽ sau khi đã sụt giảm đáng kể từ giá đỉnh. Đối với chỉ số NASDAQ của Mỹ, điều này đã xảy ra vào mùa hè năm 2000, khi thị trường sau khi giảm từ 5.000 điểm xuống còn 3.200 điểm, đã phục hồi lên 4.200 trước khi sụp đổ một lần nữa xuống mức thấp khoảng 1.200 điểm vào năm 2002.

CÁC XU HƯỚNG HỖ TRỢ BONG BÓNG KHÁC

Bong bóng cũng được hỗ trợ bởi một vài khuynh hướng tinh thần khác. Ví dụ như bộ óc của chúng ta được lập trình để làm cho ta cảm thấy tin tưởng quá mức. Các nhà kinh tế học hành vi đã chứng tỏ điều

này một cách thuyết phục với các câu hỏi yêu cầu mọi người đoán độ dài của sông Nile. Người tham gia được yêu cầu đưa ra không phải là một con số chính xác mà là một phạm vi trong đó họ cảm thấy tự tin 90%. Nếu người trả lời không biết nhiều thì cách an toàn nhất là đưa ra phạm vi rất rộng, ví dụ như từ 500 đến 10.000 dặm. Trên thực tế, hầu hết mọi người đều đưa ra một phạm vi rất hẹp và do đó tỷ lệ sai là nhiều hơn 10%. Một ví dụ khác của việc tin tưởng quá mức là các cuộc khảo sát ý kiến xem liệu mọi người cho rằng khả năng lái xe của họ là trung bình, trên trung bình hay dưới mức trung bình. Kết quả là có rất nhiều người tin rằng khả năng của họ trên trung bình hơn so với ngược lại.

Một khía cạnh của sự tin tưởng quá mức là xu hướng tin rằng quá khứ không có một mối liên hệ gì và không thể xem là một định hướng cho tương lai. Điều này liên quan đến một xu hướng của con người đối với thuyết định mệnh lịch sử, dẫn dắt con người nhìn lại các giai đoạn trong quá khứ, để nghĩ rằng kết quả trong tương lai là có thể dự đoán được. Nói cách khác, các sự kiện quá khứ có xu hướng được xem là một logic đương nhiên hoặc rõ ràng đối với mọi người tại thời điểm đó. Và tất nhiên, do quá tin tưởng, hầu hết mọi người đều tin rằng lần này họ sẽ có thể nhìn thấy vấn đề sắp xảy ra. [78]

Các thị trường chứng khoán đặc biệt thích hợp với quan điểm này vì các nhà đầu tư tin rằng họ có thể bán ra trong tích tắc. Với nhà đất thì khó khăn hơn nhiều, vì mua bán đòi hỏi phải có thời gian, có thể là một khoảng thời gian đáng kể. Nhưng thỉnh thoảng ngay cả chứng khoán cũng có thể biến động quá nhanh. Sự sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987 đã làm nhiều nhà đầu tư bị sốc, vì họ đã không thể bán ra khi thị trường sụt giá bất ngờ, đường dây điện thoại của các nhà môi giới đã bị nghẽn mạch. Thương mại điện tử có thể hàm ý rằng kịch bản này sẽ không bao giờ tái diễn, mặc dù hiển nhiên rằng công nghệ cũng có thể bị thất bại và càng có nhiều khả năng như vậy nếu khối lượng giao dịch tăng cao. Ngoài ra trong những tình huống đặc biệt, ví dụ như ngày 11/09/2001, việc kinh doanh có thể bị đình trệ.

Nhưng ngay cả khi không có các hạn chế kỹ thuật thì một số đặc tính hành vi đã được đề cập, chẳng hạn như tâm lý sợ thua lỗ hay cấu trúc tâm lý, trong thực tế cũng có thể làm cho các nhà đầu tư gặp khó khăn hơn trong việc bán ra khi một bong bóng bắt đầu xì hơi. Vì vậy, khi thị trường bắt đầu sụt giảm, các nhà đầu tư có thể vẫn duy trì trạng thái, chờ đợi một sự hồi phục. Nói rộng hơn, tâm lý sợ hối tiếc có thể xuất hiện khi các nhà đầu tư không sẵn lòng thừa nhận rằng họ đã đầu tư ở đỉnh của bong bóng. Neo tâm lý có ý nói rằng họ không tin sự điều chỉnh sẽ mang lại toàn những điều tuyệt vời. Họ cảm thấy có thể chịu được giá giảm 10% hoặc thậm chí 20%, mà không nhận ra nguy cơ rằng sau một đợt bong bóng, giá có thể giảm 50% hoặc đôi khi nhiều hơn nữa. Theo một nghĩa nào đó thì họ vẫn còn bị neo trong một trạng thái tâm lý bong bóng (bubble mentality).

Hầu hết mọi người đều có xu hướng lạc quan tếu (overoptimistic). Và khi chúng ta đặt sự quá lạc quan này cùng với sự tin tưởng quá mức trong cùng bối cảnh một thị trường cổ phiếu đang lên giá thì kết quả của sự kết hợp này là một xu hướng không chỉ tin rằng thị trường có thể tiếp tục tăng, mà còn là việc tin rằng nhà đầu tư quá giỏi trong việc chọn đúng cổ phiếu hoặc đúng thị trường. Cộng thêm neo tâm lý, tức là mọi người bắt đầu xem lợi nhuận hai chữ số là bình thường thì một trạng thái tâm lý bong bóng sẽ được thành lập một cách dễ dàng. Ở đây lạm phát có thể có một ảnh hưởng phức tạp vì mọi người không quá giỏi trong việc tư duy với điều kiện "thực", như cách mà các nhà kinh tế học đã làm. Họ có xu hướng xem 10% thu được trong một năm là 10% lợi nhuận, cho dù lạm phát đang ở mức 2% hay 6%, trong khi 6% lạm phát trong thực tế đã làm lợi nhuận chỉ còn một nửa.

Bản năng bầy đàn (herd instinct) là một đặc điểm hành vi rất quen thuộc khác. Tuy nhiên, nó không chỉ đơn thuần là một xu hướng làm theo những gì mà tất cả mọi người khác đang thực hiện mà còn là cách tổ chức việc tranh luận một vấn đề. [79] Đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp, ở đây còn có một vấn đề đặc biệt, giúp giải thích lý do tại sao

nhiều nhà quản lý quỹ tương hỗ hoặc quỹ bảo hiểm, quỹ trợ cấp thường cố gắng lướt trên bong bóng hơn là quan điểm ngược lại. Ngay cả khi họ tin rằng giá thị trường là quá cao thì cùng hành động giống đám đông sẽ an toàn hơn dù cho sau đó thị trường sụt giảm. Nói chung, mắc sai lầm theo số đông thì vẫn an toàn hơn là mắc sai lầm cá nhân.

Sự bất hòa hợp trong nhận thức (Cognitive dissonance) là mâu thuẫn về tinh thần mà mọi người trải qua khi họ nhìn thấy các bằng chứng rằng niềm tin hoặc giả định của họ là sai lầm. Ví dụ như một nghiên cứu cổ điển đã nhận thấy rằng sau khi chọn lựa và mua xong một chiếc xe hơi mới, người mua đã chọn lọc tránh đọc quảng cáo cho các kiểu dáng xe mà họ đã không chọn và bị thu hút vào các mẩu quảng cáo cho kiểu dáng mà họ đã mua. [80] Có lẽ xu hướng này cũng giải thích lý do tại sao hầu hết chúng ta cảm thấy thoải mái với một tờ báo hay một nhà bình luận cụ thể nào đó. Chúng ta tìm kiếm các quan điểm và ý kiến củng cố quan điểm đã chọn của chúng ta. Trong mối quan hệ với bong bóng, điều này có thể giải thích tại sao mọi người thường không quan tâm, hoặc thậm chí có thể tức giận khi được nghe các cảnh báo rằng thị trường đang bị định giá cao. Thay vào đó, họ sẽ tập trung vào các bài báo khuyến khích rằng các cổ phiếu hoặc nhà ở không bị định giá cao và giá còn có thể tăng cao hơn nữa.

Một đặc tính chung khác cũng có thể đóng vai trò lớn trong các thời kỳ bong bóng là không nhìn thấy thảm họa đang đến gần (disaster myopia), xu hướng bỏ qua các sự kiện tiêu cực chính có xác suất thấp. Nếu chúng ta bắt đầu suy nghĩ về mọi điều khủng khiếp có thể xảy ra, đối với bản thân chúng ta hoặc với các khoản đầu tư, thì có lẽ đã không thể thức dậy vào buổi sáng, chưa nói đến việc mua các chứng khoán rủi ro hoặc thế chấp tài sản lớn để mua nhà mới. Vì vậy, chúng ta có xu hướng bỏ qua toàn bộ các hiện tượng rất hiếm khi xảy ra. Trái lại, chỉ sau khi một trong những thảm họa hiếm hoi này xảy ra thì chúng ta mới mong đợi một thảm họa ở mọi nơi, được gọi là sự phóng đại thảm họa (disaster magnification). Cả hai đặc tính này đều được liên kết với một

xu hướng ngoại suy trong quá khứ gần, hơn là đi theo một quan điểm dài hạn hơn về quá khứ hoặc về xác suất rủi ro.

Người ta tin rằng tất cả các hành vi của con người được phân tích trong tài chính hành vi đều có được như một phản ứng bản năng của tổ tiên chúng ta thông qua quá trình chọn lọc tự nhiên. Và trong trường hợp của việc không nhìn thấy thảm họa đang đến gần, có lẽ chúng ta có thể suy đoán được tại sao, nếu chúng ta suy nghĩ về cách mà người tiền sử có thể đối mặt với rủi ro bị ăn thịt. Nếu anh ta chỉ ở trong hang động suốt ngày thì có thể được an toàn, nhưng dĩ nhiên là sẽ không bao giờ tìm được thức ăn. Trái lại, anh ta sẽ rất khó rời hang mỗi sáng nếu bị thuyết phục rằng có một con sư tử hay một con gấu đang chuẩn bị tấn công. Vì vậy, chúng ta có thể hình dung rằng quá trình chọn lọc tự nhiên sẽ ưu tiên cho người nào đã đưa hầu hết các sự kiện đặc biệt có thể xảy ra ra khỏi tâm trí của mình và đi ra ngoài chỉ với một ít sự cẩn trọng. Ngược lại, nếu người đó gần đây đã nhìn thấy một người khác trong bộ lạc bị một con sư tử tấn công thì chúng ta có thể hình dung được rằng ông ta sẽ lo sợ nguy cơ đó hơn nhiều và hết sức thận trọng.

Tổng hợp tất cả các xu hướng được nhận diện trong tài chính hành vi lại với nhau, ta thấy chúng đã thật sự làm rạn nứt khái niệm rằng thị trường được tạo ra bởi các nhà đầu tư thông minh, có lý trí đã cẩn thận đánh giá giá trị dài hạn của các chỉ số cơ bản của cổ phiếu và nhà ở như lợi nhuận và tiền thuê nhà. Thay vào đó, tài chính hành vi cho thấy: mọi người đã không hành xử thật hợp lý, bị tác động bởi mọi dạng hành vi bản năng, và cũng có nhiều khả năng đi theo tâm lý bầy đàn.

Tuy nhiên, còn có các nghiên cứu về tâm lý học cũng đưa ra nhận xét rằng một số xu hướng này sẽ biến mất khi thí nghiệm được thay đổi, trong đó các chủ thể đã được giải thích rõ ràng về xác suất và các vấn đề. [81] Tôi thích lời nhận xét này, vì nó ngụ ý rằng sẽ có lợi nếu chúng ta đào tạo nhiều hơn cho mọi người về đầu tư, về các rủi ro và phần thưởng cũng như các hiểm nguy của bong bóng. Tuy nhiên, tôi không nghĩ rằng điều đó làm vô hiệu ý tưởng rằng trong thực tế, các xu hướng

này đóng một vai trò đáng kể trong đầu tư. Hơn nữa, chúng ta biết rằng khi bong bóng phát triển, những người vốn sẽ không là nhà đầu tư trong điều kiện bình thường cũng bị hút vào thị trường và vì không có kinh nghiệm, thậm chí có nhiều khả năng đi theo ý kiến chủ quan, hơn là một đánh giá hợp lý về rủi ro.

"CÁC BONG BÓNG HỢP LÝ"

Một phản đối quan trọng được nêu ra để chống lại các lý thuyết tiến bộ trong tài chính hành vi là nếu trong bối cảnh toàn bộ hành vi không hợp lý này mà có các nhà đầu tư có lý trí thì những người này sẽ chiến thắng trong dài hạn khi kiếm được nhiều tiền hơn. Vì vậy, cuối cùng đồng tiền thông minh sẽ tiếp quản vì tất cả những nhà đầu tư thua cuộc đã rút lui. Tuy nhiên, có thể lượng tiền "thông minh" sẽ không đủ lớn hơn lượng tiền "ngớ ngẩn" khi bong bóng phồng lên.

Ví dụ như một số nhà quản lý quỹ hưu trí rất lo ngại về đợt bùng nổ thị trường chứng khoán của Mỹ và Anh ngay từ năm 1996 và 1997 và đã rút lui. Nhưng khi thị trường tăng trưởng một cách mạnh mẽ, các khách hàng của họ lại mất kiên nhẫn và chuyển tiền đi nơi khác. Năm 2002, đợt khủng hoảng của thị trường đã giúp bào chữa cho các nhà quản lý đó. Tuy nhiên đã quá trễ. Họ đã đánh mất rất nhiều hoặc tất cả các khách hàng, và trong một số trường hợp, họ còn bị mất việc làm. Vấn đề là hầu hết các nhà quản lý chuyên nghiệp đều được đánh giá theo một tầm nhìn tương đối ngắn hạn. Chỉ một ít nhà quản lý được đánh giá trong lâu hơn một năm, thậm chí nhiều người còn phải đối mặt với các đánh giá hàng quý.

Nhận xét này đã định hướng cho thuyết "bong bóng hợp lý". Nếu có đủ số nhà đầu tư không có cách tiếp cận thị trường dài hạn, thì việc những người khác bỏ qua các quy tắc cơ bản cũng có thể xem là hợp lý. Vì vậy, cách đầu tư "thông minh" có thể là đi theo bong bóng và cố ý tháo chạy trước khi bong bóng nổ tung. Đối với các nhà đầu tư, rất khó phủ nhận rằng đây có thể là chiến lược đầu tư tối ưu, miễn là họ có thể quản lý được rủi ro, điều mà các nhà đầu tư thông thường khó có thể

đạt được. Nhưng rõ ràng là nếu hầu hết các nhà đầu tư tiếp cận theo cách này thì thị trường chắc chắn sẽ biến động rất thường xuyên.

Trên thực tế, khá nhiều nhà quản lý chuyên nghiệp có rất ít lựa chọn ngoài việc tiếp tục đầu tư, trừ khi họ hoàn toàn bị thuyết phục rằng thị trường đang ở trong một giai đoạn sụt giảm. Ví dụ như nếu ủy thác từ một quỹ hưu trí (có nghĩa là mục tiêu đầu tư đã thỏa thuận) là để cùng đạt được lợi nhuận là một chỉ số cộng với 3% mỗi năm mà không phải chịu rủi ro bị thua lỗ nhiều hơn 3%, thì không thể dự trữ quá nhiều tiền mặt. Thật vậy, công việc của họ là tiếp tục đầu tư và cố gắng đánh bại chỉ số đó bằng cách lựa chọn cổ phiếu một cách thông minh, chứ không phải là đánh giá theo xu hướng của thị trường. Tuy nhiên, tôi ngờ rằng có lẽ chỉ một thiểu số nhà đầu tư trong thập niên 1990, dù là nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc cá nhân, ý thức được việc đang tham gia vào một đợt bong bóng hợp lý, ít nhất là cho đến tận sau đó. Câu thần chú thống trị khi đó là "mua và giữ trong dài hạn", một chiến lược rất khác biệt.

LÝ THUYẾT NGƯỠNG GIỚI HẠN

Một lý thuyết khác cũng nêu ra một số đặc điểm của bong bóng và sự sụp đổ là một lý thuyết mới về ngưỡng giới hạn (critical state theory). Nó cũng được biết đến như là lý thuyết của các hệ thống phức tạp và các hiện tượng quan trọng, hay phổ biến hơn là lý thuyết "bùng phát", với ý nghĩa rằng một sự kiện nhỏ có thể làm mất cân bằng. [82] Nghiên cứu này đã sử dụng các thuật toán phức tạp. Ví dụ như hãy thử xem các định luật lũy thừa logarit tuần hoàn (log-perodic power laws, hay LLPL) về tâm lý bầy đàn. Nhưng lý thuyết này được áp dụng cho mọi hệ thống liên quan đến hành vi quy mô lớn của tập thể, từ cơ thể con người, trái đất, vũ trụ cho đến các thị trường.

Ý tưởng ở đây là các quy trình được thể hiện theo thời gian vì các biến số ảnh hưởng lẫn nhau, toàn thể vấn đề lại quá phức tạp nên không một mô hình đơn giản nào có thể dự đoán được khi nào thì nó sẽ đột ngột đảo ngược. Ví dụ như giai đoạn bong bóng, thường phát triển sau

một tập hợp dần dần kéo dài, có thể phản ánh một vài yếu tố nhỏ giúp thị trường tăng trưởng nhanh hơn. Sau đó, tất cả các đặc tính của bong bóng bắt đầu hoạt động, tương tác để củng cố lẫn nhau. Bản thân sự tăng trưởng giá tài sản kích thích nền kinh tế và do đó sẽ xuất hiện để chứng minh thêm cho sự thay đổi tư duy này. Trong khi đó, các khoản vay mới, vốn dường như mang đến cho người ta ý thức tận dụng cơ hội đầu tư, tiếp tục đẩy giá tài sản lên cao. [83]

Một điểm quan trọng của lý thuyết ngưỡng giới hạn là trong khi nhìn lại, sự sụp đổ luôn có vẻ là một sự kiện đặc biệt nên mọi người đã nhận định sai về lý do của nó, chính xác là khi nào, sự kiện đặc biệt nào thực sự là bong bóng. Tất nhiên, nếu tất cả mọi người đều nhận ra ngay tại thời điểm đó thì các bong bóng đã không phát triển lớn hơn. Tuy nhiên, miễn là họ không nhận ra (có lẽ vì họ bị "neo" ở các mức giá cao) thì các bong bóng có thể mở rộng thêm nữa. Và chính quy trình phản hồi tích cực giữa các nhà đầu tư, thị trường và nền kinh tế đã đưa nền kinh tế đến các cấp độ dễ bị tổn thương.

Sự sáng suốt đặc biệt của "điểm bùng phát" phát sinh ở đỉnh của bong bóng. Theo lý thuyết này, nó không đòi hỏi một sự kiện lớn để thay đổi mọi vật xung quanh, vì như hầu hết mọi người đã không nhận ra, thị trường đã đạt đến một "ngưỡng giới hạn", nơi mà ngay cả một sự kiện nhỏ cũng có thể dẫn đến các kết quả to lớn. Đó chỉ là giọt nước làm tràn ly. Theo đó, chúng ta không thể dễ dàng nhận ra thời điểm chính xác khi một giọt nước đủ sức làm thay đổi mọi thứ. Lưu ý rằng quan điểm này về việc mọi việc xảy ra như thế nào là hoàn toàn trái ngược với quan điểm chung của quá khứ đã được mô tả ở trên, khi mọi người xem các sự kiện không chỉ là chắc chắn định đoạt được mà còn là rất dễ dự báo.

Phép ẩn dụ chuyển đổi (switching metaphors), một ví dụ đơn giản của lý thuyết này, sẽ xảy ra nếu có ai đó rải từng hạt cát lên một bề mặt bằng phẳng. Một đồi nhỏ sẽ hình thành và ở mỗi đồi cát thường sẽ có một sự sụt lở đáng chú ý khi đồi cát sụp đổ, chỉ cần với tác động của

một hạt cát nữa. Sẽ có một mô hình sụt lở theo thời điểm có thể nhận biết được, có cái lớn và có cái nhỏ, nhưng sẽ không thể dự đoán được hạt cát nào sẽ gây ra một sự sụt lở. Vì vậy, theo quan điểm này, nó thuận theo thị trường. Bong bóng sẽ ngày một phát triển, nhưng cuối cùng nó sẽ trở nên quá lớn và nổ tung.

Theo thuyết ngưỡng giới hạn, chúng ta không thể biết chính xác bong bóng sẽ phát triển lớn đến đâu, cũng như sự kiện nào sẽ làm nó bùng phát. Điều này giúp giải thích tại sao mọi người lại rất ngạc nhiên khi bong bóng nổ tung. Tuy nhiên, chúng ta vẫn có thể chỉ ra xác suất rủi ro của một bong bóng nổ tung, ngay cả khi chúng ta không thể dự đoán về thời gian.

Một trong những điểm mâu thuẫn chính của quyển sách này là các bong bóng có thể được xác định, và quan trọng hơn là có thể được xác định trước khi chúng nổ tung. Tuy nhiên, có một câu hỏi là liệu chúng có thể được xác định đủ sớm để các cấp chính quyền có thể ngăn chặn chúng phồng lên quá lớn, vì không nghi ngờ gì là nó có thể gây nguy hiểm châm vào các bong bóng đã căng phồng. Tất nhiên, theo quan điểm của một nhà đầu tư cá nhân, việc chỉ ra bong bóng tại bất kỳ giai đoạn nào trước khi chúng nổ tung, thậm chí chỉ ngay trước đó (thực sự, đặc biệt là có lẽ chỉ trước đó) thì đều vẫn hết sức hữu ích. Nhưng tôi cũng nghĩ rằng chúng ta có thể làm tốt hơn nếu sử dụng một triển vọng dựa trên cách tiếp cận xác suất hoặc có rủi ro.

Ví dụ như nếu một bong bóng bị thổi phồng quá nhiều thì chúng ta nên hy vọng nói được rằng có 90% khả năng đó là một bong bóng và nó đang có nguy cơ thật sự sẽ nổ tung. Vào giai đoạn sơ khởi của đợt tăng giá, chúng ta có thể nói rằng ở đây có 60% cơ hội của một bong bóng (đã có), mặc dù giá không bị định đoạt quá cao. Với cách tiếp cận về nhận thức này trong tâm trí, chúng ta để mở khả năng rằng trên hết, đó không phải là một bong bóng thật sự và sẽ lần lượt được minh chứng bởi các sự kiện. Tuy nhiên, với vai trò nhà đầu tư cá nhân, chúng ta có thể bắt đầu đánh giá thấp tài sản này vì chúng có rủi ro giảm giá mạnh.

Và các cấp chính quyền có thể bắt đầu nhìn vào nhiều khía cạnh khác nhau của chính sách, bao gồm lãi suất và các tiêu chí cho vay, để xem liệu có nên điều chỉnh gì không.

Bong bóng và sự phá sản xảy ra khi giá tài sản dịch chuyển một cách "bệnh hoạn" ra khỏi những giá trị cơ bản. Trong các thị trường chứng khoán, thường có nhiều nhà đầu tư rất chú ý đến các định giá, đặc biệt là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhưng không chỉ có họ. Họ liên tục tính toán cổ tức, lợi nhuận và các phương thức định giá khác, so sánh chúng với lợi tức trái phiếu và các lãi suất ngắn hạn, điều chỉnh danh mục đầu tư riêng giữa tiền mặt, trái phiếu và chứng khoán. Phần lớn họ cũng theo dõi hiệu suất của nền kinh tế và mức tăng trưởng lợi nhuận, cả ở cấp độ vĩ mô và cho từng cổ phiếu. Trên thực tế, họ đang thực hiện chính xác những gì mà Thuyết thị trường hiệu quả sẽ đòi hỏi. Và trong hầu hết thời gian, các định giá vẫn được duy trì trong phạm vi hợp lý.

Nhưng đôi khi họ lại không như vậy. Tài chính hành vi đã đưa ra rất nhiều ví dụ về tính không hợp lý, rằng Thuyết thị trường hiệu quả không còn được tin cậy như một sự mô tả về cách hành xử của các thị trường chứng khoán ở mọi thời điểm. Lý thuyết bong bóng hợp lý cho thấy rằng ngay cả những người tin rằng thị trường đang trong giai đoạn bong bóng cũng không nhất thiết phải là người bán. Và lý thuyết ngưỡng giới hạn đã là nền tảng cho cả hai lý thuyết, bằng cách cho thấy các phản hồi tích cực có thể khiến cho thị trường bị định giá quá cao như thế nào.

Tất cả các lý thuyết này cũng tác động lên bong bóng nhà đất như vậy, với sự ngoại lệ có thể có của lập luận về bong bóng hợp lý. Trong điều kiện bình thường, người ta có thể bán ra cổ phiếu ngay lập tức, hoặc ít nhất là ngay khi thị trường mở cửa, thì với nhà đất gần như luôn mất nhiều thời gian hơn và nhà có thể trở nên rất khó bán một khi thị trường quay đầu. Do đó, dường như việc một nhà đầu tư tin rằng anh ta có thể nhảy ra khỏi thị trường khi giá lên đỉnh, một khi bong bóng đi đến hồi kết thúc, là một việc không hợp lý. Nhưng hãy nhớ rằng con

người có xu hướng tin tưởng vào thuyết định mệnh lịch sử, vì vậy họ đã không nhận ra rằng một sự kiện giống như cuộc khủng hoảng tài chính lại có thể tấn công họ một cách bất ngờ, không mong đợi và làm chuyển hướng thị trường. Người ta nói rằng có thể một số nhà đầu cơ đã xem bong bóng nhà ở là một "bong bóng hợp lý". Nếu họ có thể được tài trợ 100% (điều không phải là quá bất thường) thì họ thực sự có khả năng thoát ra khỏi bong bóng đó mà không chịu thiệt hại, đơn giản là tránh ra xa nếu thị trường đi ngược lại những gì họ mong đợi.

Chỉ khi các thị trường có thể duy trì giá cả hợp lý thì tất cả chúng ta mới có cơ sở vững chắc hơn. Thay vào đó, sự kết hợp của những câu chuyện mới hấp dẫn về việc tại sao các thị trường nên được định giá cao hơn, các sai lầm về chính sách ví dụ như lãi suất quá thấp, và các đặc điểm hành vi với nhau đã tạo ra bong bóng. Nhưng vậy thì thế nào là các định giá hợp lý?

---

[69]. McGrattan và Prescott, cùng nguồn đã dẫn.

[70]. Tham khảo Chọc thủng bong bóng thị trường chứng khoán Đức năm 1927 và việc trượt dài vào suy thoái (With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression) của HansJoachim Voth, Nghiên cứu thảo luận CEPR số 3257, tháng 3/2002.

[71]. Tham khảo Những bong bóng nổi tiếng đầu tiên (Famous first bubbles) của Peter Garber, Journal of Economic Perspectives , số 4, quyển 2, trang 35–54.

[72]. Quỹ Chỉ số Chứng khoán (Index Funds) là các quỹ hỗ tương có chi phí duy trì thấp, mô phỏng theo một chỉ số chứng khoán nhất định,

ví dụ như Chỉ số Công Nghiệp Dow Jones, FTSE 100 hay S&P 500.

[73]. Quỹ được Quản lý Chủ động (Actively Managed Funds): các quỹ này phải công bố những thông tin về những loại cổ phiếu họ đầu tư trên website của họ hàng ngày.

[74]. Một trong những quyền sách đầu tiên về bong bóng kinh tế là Những ảo tưởng phổ biến và sự điên rồ của đám đông (Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds) của Charles Mackay, năm 1841.

[75]. Tham khảo Thuyết tiềm năng: một phân tích của việc ra quyết định dưới sức ép rủi ro (Prospect theory: An analysis of decision under risk) của Daniel Kahneman và Amos Tversky, Econometrica, trang 263-91, năm 1979.

[76]. Tính toán về mặt tinh thần (mental accounting): Một khái niệm lần đầu tiên được đưa ra bởi Richard Thaler (1980), mô tả quy trình con người mã hóa, phân loại và đánh giá các kết quả kinh tế. Chúng ta có xu hướng tách riêng các quyết định mà đúng ra phải được kết hợp lại với nhau vào các tài khoản ảo trong trí tưởng tượng của chúng ta (metal account) và tối đa hoá lợi ích từng tài khoản. Và vì thế, đôi khi chúng ta đưa ra các quyết định nhìn tưởng là hợp lý, mà thật ra là sai lầm. Trong lý thuyết tính toán về mặt tinh thần, cấu trúc (framing) là cách thức một người chủ động cấu trúc một công việc trong ý nghĩ sẽ quyết định lợi ích mà họ nhận được hoặc kỳ vọng.

[77]. Tham khảo Chuyên gia, những người không chuyên và bất động sản: một góc nhìn với neo tâm lý và điều chỉnh về các quyết định định giá tài sản (Experts, amateurs, and real estate: An anchoring ¬and adjustment prespective on property pricing deci¬sions) của G.B. Northcraft và M.A. Neale, Organizational Behaviour and Human Decision Processes , số 39, trang 84–97, năm 1987.

[78]. Tham khảo Hành vi con người và hiệu suất của hệ thống tài chính (Human behaviour and the efficiency of the financial system) của Robert J. Shiller, trong quyển John B. Taylor và Michael Woodford (các bản chỉnh lý), Handbook of Macroeconomics , Elsevier, năm 1999.

[79]. Tham khảo Tại sao những người khôn ngoan mắc nhiều sai lầm trong tiền bạc và cách thức sửa đổi điều này: các bài học từ khoa học mới về kinh tế học hành vi (Why Smart People Make Big Money Mistakes and How to Correct Them: Lessons from the New Science of Behavioral Economics) của Gary Belsky và Thomas Gilovich, Simon and Schuster, năm 2000.

[80]. Tham khảo Sự tiếp cận các thông tin liên quan sau khi đã ra quyết định (Postdecision exposure to relevant information) của D. Ebrlich, I. Guttman, P. Schoenbach và J. Mills, Journal of Abnormal and Social Psychology , số 67, trang 382–94, năm 1957.

[81]. Shiller, cùng nguồn đã dẫn.

[82]. Tham khảo Tại sao thị trường chứng khoán sụp đổ: những sự kiện chính trong hệ thống tài chính phức tạp (Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems) của Didier Sornette, Princeton University Press, năm 2003. Tham khảo quan điểm mới nhất về thị trường của Giáo sư Sornette trên trang web cá nhân www.ess.ucla.edu/faculty/sornette. Đầu năm 2004, ông đã chờ đợi sự sụt giảm trở lại trong các thị trường chứng khoán Mỹ và đã nhìn thấy một đợt bong bóng nhà ở tại Anh, dù nó không phải tại Mỹ. Tham khảo một tác phẩm giới thiệu nổi tiếng về chủ đề này: Điểm bùng phát (The Tipping Point) của Malcolm Gladwell, Abacus, năm 2000.

[83]. George Soros, một trong những nhà đầu tư vĩ đại nhất mọi thời đại, đã phát triển khái niệm "tính phản xạ" (reflexivity) cho rằng các thay đổi về giá cả thị trường sẽ phản ánh lại chính bản thân thị trường. Tham khảo Giả kim thuật tài chính (The Alchemy of Finance) của

George Soros, John Wiley, năm 1994.

10. ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG MỘT CÁCH HỢP LÝ

Bong bóng nảy sinh khi các thị trường không còn duy trì các phạm vi định giá hợp lý (reasonable valuation). Chúng ta không thể chỉ ra chính xác rằng thị trường nên đứng ở cấp độ thế nào, vì kỳ vọng về lợi nhuận, tiền cho thuê và lạm phát thay đổi liên tục, trong khi ngân hàng trung ương cũng thay đổi tăng và giảm lãi suất. Mỗi chu kỳ kinh doanh đều khác với chu kỳ trước đó và cũng có một sự thay đổi không ngừng về cơ cấu. Nhưng tôi tin rằng chúng ta có thể đề nghị một phạm vi hợp lý rộng, dựa trên các yếu tố cơ bản và có khả năng duy trì trong dài hạn hơn.

Khi một thị trường đến gần điểm giữa của phạm vi định giá đã cho, chúng ta có thể tin tưởng rằng nó được định giá một cách hợp lý, trong khi nếu nó hướng về gần phía trên thì các nhà đầu tư, ngân hàng và những nhà điều hành chính phủ cần phải thận trọng. Và nếu giá thị trường vượt quá ngưỡng cao nhất thì có thể đang diễn ra một thời kỳ bong bóng, và xứng đáng được quan tâm một cách khẩn cấp. Ngược lại, nếu thị trường được định giá gần hoặc thấp hơn ngưỡng thấp nhất của phạm vi thì nghĩa là thị trường đang rẻ và các nhà đầu tư có một cơ hội tuyệt vời. Đối với thị trường chứng khoán, cách tốt nhất để xác định được giới hạn là xem xét hệ số thị giá và thu nhập cổ phiếu (hệ số P/E), trong khi với thị trường nhà ở, chúng ta có thể sử dụng hiệu suất thuê nhà (rental yield), nghĩa là tỷ lệ phần trăm tiền cho thuê nhà hàng năm so với giá trị ngôi nhà.

SỨC MẠNH CỦA XU THẾ GIÁ QUAY VỀ MỨC TRUNG BÌNH

Các giới hạn này không được đặt ra để sử dụng làm các dự báo ngắn hạn. Việc thị trường đang đạt đến một ngưỡng giới hạn hoặc thậm chí là vượt ra ngoài không nhất thiết có nghĩa rằng nó sẽ sớm chuyển sang hướng ngược lại. Các thị trường sẽ chuyển động một cách tự nhiên

quanh các giới hạn theo một cách không thể dự đoán trước, có khả năng duy trì ở ngưỡng này hoặc ngưỡng kia, hoặc bên ngoài giới hạn, trong thời gian dài. Ở những thời điểm tốt và lãi suất thấp, các định giá sẽ có khả năng về gần ngưỡng cao nhất của phạm vi, ví dụ như trong giai đoạn 2004-2007. Và vào những thời điểm tồi tệ, ví dụ như trong suốt các cuộc chiến tranh thế giới hoặc trong cuộc khủng hoảng lạm phát vào thập niên 1970, hay sau một thời kỳ khủng hoảng kinh tế lớn như trong thập niên 1930 thì giá sẽ thấp. Khi thị trường dao động về hướng ngược lại, đi qua điểm trung bình của giới hạn thì có một quá trình được gọi là "xu thế giá quay về mức trung bình" (mean reversion). Điều này đơn thuần chỉ có nghĩa là: thị trường có một số mức giá trung bình, và rằng nếu có giai đoạn trong đó thị trường được định giá cao thì cuối cùng sẽ có khả năng dẫn đến giai đoạn thị trường bị định giá thấp.

Xu thế giá quay về mức trung bình xảy ra mọi lúc trong tự nhiên. Ví dụ như nhiệt độ ở London tăng dần theo từng tháng trong khoảng từ tháng Hai đến tháng Tám, nhưng sau đó lại giảm đi trong sáu tháng tiếp theo, xoay quanh nhiệt độ trung bình trong năm. Vào tháng Tám, bất kỳ ai dự đoán rằng nhiệt độ sẽ tiếp tục tăng trong những tháng tiếp theo, dựa trên xu hướng tăng vào mùa xuân và mùa hè, sẽ rất sửng sốt khi đến mùa thu và mùa đông. Nhiệt độ tối đa trung bình tại London trong cả năm là khoảng 14 ^{O} C và phạm vi thông thường là khoảng 7-22 ^{O} C. Khi vượt ra khỏi giới hạn này, chúng ta biết rằng mình sẽ bị đông cứng hoặc nóng phát sốt lên, và không mong đợi nó kéo dài quá lâu.

Mức trung bình có thể thay đổi một cách rõ rệt theo thời gian. Nhiệt độ trung bình ở London đã thay đổi chút ít qua từng năm và có những dấu hiệu cho thấy sự nóng lên toàn cầu đang khiến nhiệt độ tăng lên. Nhưng sự thay đổi này khá nhỏ và tương đối chậm so với sự dao động xung quanh mức trung bình, mà tôi cho rằng điều này cũng đúng với các thị trường. Chúng ta biết rằng trái đất đang nóng dần lên, nhưng chúng ta vẫn không mong đợi nhiệt độ vào tháng Tám sẽ trở thành chuẩn mực trong tháng Giêng, ít nhất là không phải sớm như vậy. Tất

nhiên, các chu kỳ tài chính không có cùng tính đều đặn như các chu kỳ thời tiết hàng năm. Nhưng sự tồn tại của xu thế giá quay về mức trung bình trong các thị trường đã được định hình rõ ràng trong lý thuyết tài chính, với sự sụp đổ của các thị trường chứng khoán trong năm 2001 là một ví dụ hay [84] . Xu thế giá quay về mức trung bình trong giá nhà cũng khá phổ biến trong quá khứ (khi đánh giá theo điều kiện thực tế) và giờ đây lại xuất hiện một lần nữa.

Theo Robert Shiller, thị trường chứng khoán Mỹ đã có hệ số P/E trung bình là 14,6 lần trong suốt một thời gian dài. [85] Và trong suốt 90 năm của thế kỷ vừa qua, thị trường đã duy trì hệ số P/E ở các mức từ 10 đến 20. Lần cuối cùng hệ số này giảm xuống dưới 10 là vào nửa cuối thập niên 1970, khi triển vọng kinh tế thế giới đang bị đe dọa cùng lúc bởi lạm phát và suy thoái. Nhưng vào đầu thập niên 1980, khi hệ số P/E giảm xuống chỉ còn 8 lần ở Mỹ (và ở châu Âu cũng vậy), giúp tạo ra cơ hội mua vào tốt nhất cho các nhà đầu tư trong thế kỷ XX. Tương tự, khi hệ số P/E tăng lên trên 20 lần trong suốt các thời kỳ kinh tế bong bóng năm 1929, 1987, và cuối thập niên 1990, sự đảo ngược rõ ràng đã diễn ra sau đó. [86]

Vì xu thế giá quay về mức trung bình không diễn ra một cách nhanh chóng và không thể dự đoán được nên nhiều nhà đầu tư đã bỏ qua nó, không sẵn sàng chờ đợi xu hướng "quay đầu" này. Thay vào đó, họ cố gắng theo đuổi chu kỳ và hy vọng sẽ thoát ra được ở giá đỉnh. Họ cũng có thể không sẵn lòng mua vào khi giá thị trường rẻ đi, vì tin rằng nó sẽ rẻ hơn và thích chờ cho đến khi điểm đáy đã qua đi một cách rõ ràng. Hiệu quả của chiến lược này là sự thổi phồng chu kỳ, đưa giá dao động lên xuống xa mức giá trung bình. Những người chiến thắng thật sự có thể thoát ra khi đang ở giá đỉnh, nhưng những người còn lại thì đã thiệt hại rất nghiêm trọng, có một số người đã mắc kẹt ở giá đỉnh hoặc đã bán với giá sàn.

Đối với thị trường chứng khoán, sau khi các mức giá bị định giá quá

cao sẽ diễn ra xu thế giá quay về mức trung bình thông qua một thị trường tĩnh với việc tăng doanh thu của công ty, thông qua một sự điều chỉnh mạnh của thị trường, hoặc thông qua một số kết hợp của cả hai. Nhưng bong bóng càng lớn thì càng có nhiều khả năng rằng một đợt sụt giảm mạnh sẽ gây ra đợt điều chỉnh. Khi các thị trường chứng khoán đạt P/E ở mức 30 trong giai đoạn 1999-2000, nếu muốn có sự điều chỉnh về mức P/E trung bình 14,6 thì thị trường phải đòi hỏi ít nhất 10 năm tăng trưởng doanh thu bình thường, trong khi thị trường "chuyển sang hướng khác". Vì các bong bóng lớn liên quan nhiều đến đầu cơ, nên có nhiều khả năng thị trường tự đảo chiều, vì các nhà đầu cơ nhận ra rằng họ sẽ không thể bán ra ở một mức giá cao hơn.

Chúng ta có thể thấy xu thế giá quay về mức trung bình ở thị trường bất động sản bằng cách quan sát lợi nhuận cho thuê nhà. Ví dụ như lợi nhuận của các căn hộ bậc nhất ở London thường dao động trong khoảng từ 6% đến 9% mỗi năm trong dài hạn. Giá đã tăng cao hơn so với giá của đầu thập niên 1990 khi lĩnh vực bất động sản bị giảm sút bởi việc thiếu vốn chủ sở hữu, trong khi ngành tài chính, động lực tăng trưởng kinh tế chính của London, vẫn còn yếu. Và giá cả tăng quá nhanh đã làm cho lợi nhuận này còn thấp hơn mười năm qua, xuống khoảng 3% vào năm 2007. Xu thế giá quay về mức trung bình của phép tính này có thể xảy ra hoặc do giá tài sản giảm hoặc do giá thuê nhà tăng. Theo thời gian, giá thuê nhà có thể sẽ tăng, cũng như xu hướng tăng lương. Nhưng khi tiền thuê nhà vẫn duy trì ở mức hợp lý so với tiền lương và tiền lương tiếp tục tăng 3-4% mỗi năm, nếu muốn tăng lợi nhuận cho thuê từ 3% lên 6% hoàn toàn nhờ tiền cho thuê thì sẽ mất 17 năm hoặc lâu hơn nữa. Ngược lại, nếu giá cho thuê vẫn như cũ thì lợi nhuận cho thuê có thể tăng từ 3% lên 6% với giá trị vốn đầu tư giảm 50%. Chúng ta có thể tìm hiểu xem thêm xu hướng giá nhà quay về mức trung bình trong các chu trình về hệ số P/E bất động sản cho cả Anh và Mỹ, như đã nêu trong Chương 6 và 7.

Xu hướng giá quay về mức trung bình sau khi bị định giá quá cao có

thể đã làm cho những người tham gia cuộc chơi sợ hãi và thường dẫn đến một quá trình tích lũy đưa thị trường xuống thấp dưới giá trung bình. Tất nhiên, nếu điều này không xảy ra và thị trường đôi khi không sụt giảm dưới giá trị trung bình trong quá khứ thì giá trị trung bình sẽ tăng lên theo thời gian. Nếu giá trung bình trong quá khứ được tính toán dựa trên dữ liệu 100 năm thì xu hướng tăng giá sẽ rất chậm. Nhưng nếu giá trung bình được tính trên một khoảng thời gian ngắn hơn, ví dụ như trong 20 năm thì nó có thể dao động rất nhiều khi thị trường đang lên.

Tuy nhiên, tại sao giá trị trung bình lại không nên thay đổi? Không phải chính các thị trường và điều kiện đã thay đổi hay sao? Đây chính là những gì mà những người lạc quan đã tranh luận trong suốt các thời kỳ phát triển vượt bậc, như đã được liên tục ghi nhận trong các nghiên cứu về bong bóng kinh tế. Trong suốt thời kỳ bong bóng chứng khoán của thập niên 1990, vấn đề này đã xảy ra khi hệ số P/E có thể dễ dàng tăng lên 50, ám chỉ rằng chỉ số Dow Jones đã là 30.000 điểm, khiến người ta cho rằng việc nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng hóa hiện nay dễ hơn nhiều so với trong quá khứ và với danh mục như vậy thì rủi ro là khá thấp. [87] Hoặc liên quan đến các thị trường nhà ở, mức lãi suất thực tế thấp kết hợp với các tranh luận về nhu cầu gia tăng về nhà ở đã được sử dụng để biện minh cho kỳ vọng rằng sự tăng trưởng vốn tiếp tục cao, để từ đó bào chữa cho một con số lợi nhuận thấp.

Các tranh luận như vậy thường có lý và nhờ vậy có vẻ rất đáng tin cậy. Và việc thay đổi hoàn cảnh thường xuyên có thể làm dao động giá trị thích hợp của một lĩnh vực cụ thể hoặc của thị trường chứng khoán hay một phần của thị trường nhà ở trong một khoảng thời gian dài. Tuy nhiên, thị trường được xem xét càng rộng lớn thì càng có nhiều khả năng là giá trị trung bình cũ, xét về mặt đánh giá, sẽ thống trị và cuối cùng thị trường sẽ quay lại mức đó. Hơn thế nữa, ngay cả khi giá trị trung bình có biến động đi nữa thì các dao động mà chúng ta thường quan sát cũng có nhiều khả năng lớn hơn mức biến động của giá trị

trung bình. Ví dụ như hệ số P/E trung bình trong khoảng thời gian 2000-2050 có thể sẽ cao hơn con số của thời kỳ 1900-2000. Nhưng tôi sẽ rất ngạc nhiên nếu nó tăng lên hơn 17-18 lần. Vì vậy, chúng ta vẫn có thể tin rằng mình đang ở giai đoạn bong bóng, nếu chúng ta thấy hệ số này là 25 lần hay cao hơn và chúng ta nên bắt đầu quan tâm nếu nó chuyển sang 20 lần. Tương tự như vậy, lợi nhuận cho thuê nhà có thể tiếp tục thấp hơn các số liệu trong quá khứ, nhưng tôi chắc chắn rằng nó không thể giảm xuống còn một nửa kỳ trước.

XU THẾ GIÁ QUAY VỀ MỨC TRUNG BÌNH KHÔNG PHẢI LÀ NGẪU NHIÊN

Một phần chủ yếu trong ý kiến của tôi là giá cả không ngẫu nhiên quay về mức trung bình. Nó không đơn thuần bị gây ra bởi các nhà đầu tư luân phiên thể hiện các đợt sóng lạc quan và bi quan xen kẽ nhau. Thay vào đó, tôi cho rằng giá trị trung bình hợp lý hơn. Và không chỉ vậy, nó còn bắt nguồn từ lý thuyết tài chính. Hay nói cách khác, có những lý do hợp lý để nghĩ rằng mức giá trung bình phản ánh giá trị dài hạn của tài sản đó dựa trên rủi ro và lợi nhuận. Và những rủi ro và lợi nhuận đó được tạo ra bởi các xu hướng cơ bản trong nền kinh tế, bao gồm tăng trưởng kinh tế, lợi nhuận, chu kỳ kinh doanh, và áp lực cạnh tranh. Giá cả dao động quanh mức giá trung bình là bình thường khi các nhà đầu tư đánh giá lại về rủi ro, lợi nhuận và sự thay đổi lãi suất. Nhưng khi các nhà đầu tư đưa thị trường đi quá xa giá trung bình, thì chúng cũng đi xa các định giá hợp lý.

Lý thuyết tài chính đã đưa ra một khuôn khổ rõ ràng cho việc định giá nhiều loại tài sản khác nhau, chẳng hạn như trái phiếu, cổ phiếu và bất động sản. [88] Ý tưởng cơ bản là các nhà đầu tư càng dám nhận nhiều rủi ro thì lợi nhuận kỳ vọng của họ càng lớn. Trên hết, nếu việc mua một tài sản cụ thể có rủi ro cao thì mọi người sẽ không làm như vậy, trừ khi họ có thể kỳ vọng một lợi nhuận cao hơn các tài sản khác. Vì vậy, chúng ta có thể xây dựng một danh mục tài sản thể hiện lợi nhuận thực tế trong dài hạn được dự kiến một cách hợp lý cho từng

mục, dao động từ trái phiếu chính phủ liên kết với chỉ số (index-linked government bonds) tài sản có rủi ro thấp nhất sang trái phiếu truyền thống cho đến cổ phiếu và bất động sản (xem Bảng 10.1). Lợi nhuận tăng thêm trên các tài sản có rủi ro cao hơn xuất phát từ "phần bù rủi ro" (risk premium). Phần bù rủi ro dành cho các trái phiếu chính phủ truyền thống này đã bù cho rủi ro lạm phát đang cao hơn so với dự kiến, trong khi phần bù rủi ro cho các tài sản khác bao gồm các rủi ro như phá sản, trái phiếu công ty vỡ nợ, nhà không cho thuê được và sụp đổ thị trường.

Bảng 10.1

Các kỳ vọng lợi nhuận hợp lý

%	Lợi nhuận thực tế thông thường	Tỷ lệ lạm phát giả định 2%	Phần bù rủi ro lãi suất	Phần bù rủi ro tín dụng/rủi ro thị trường	Tổng lợi nhuận
Trái phiếu liên kết với chỉ số	2–3%	2% bảo đảm	Không có rủi ro	Không có rủi ro	4–5%
Trái phiếu truyền thống	2–3%	2% bao gồm trong lợi nhuận	0–1%	Không có rủi ro	4–6%
Trái phiếu công ty	2–3%	2% bao gồm trong lợi nhuận	0–1%	1,5–3,5%	5,5–7,5%
Cổ phiếu	2–3%	2% bao gồm trong tăng trưởng vốn	Nên biến động theo lạm phát	3–5%	7–9%
Bất động sản	2–3%	2% bao gồm trong tăng trưởng vốn	Nên biến động theo lạm phát	2–3%	6–8%

Ghi chú: Mỗi loại tài sản đều cần đạt được lợi nhuận thực tế 2%-3%, cộng với 2% bù lạm phát, giả định là 2% mỗi năm. Phần bù rủi ro lạm phát cũng cần được tính trong trái phiếu chính phủ truyền thống và trái phiếu công ty, vì hoàn trả vốn sẽ không tăng nếu lạm phát cao hơn mong đợi. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu công ty, cổ phiếu và bất động sản cũng cần có thêm một phần bù rủi ro khác, do phải chịu rủi ro không trả được nợ, phá sản hoặc nhà không cho thuê được. Các độc giả cần mẫn có thể chỉ ra rằng theo phương diện số học thì tổng lợi nhuận của trái phiếu công ty và cổ phiếu có thể lên đến 9,5% và 10,5% tương ứng. Tôi đã giới hạn các con số này ở mức 7,5% và 9% tương ứng, vì khi rủi ro thị trường cao thì lợi nhuận thực sự và rủi ro lạm phát sẽ thường thấp.

Nguồn: Các ước tính của tác giả.

Các lợi nhuận dự kiến này dựa trên các nguyên lý cơ bản của nền kinh tế. Và chúng ta có thể kết nối chúng ngược về các phương pháp định giá thị trường, ví dụ như hệ số P/E đối với chứng khoán và lợi nhuận cho thuê đối với bất động sản (xem Bảng 10.2). Chúng ta cũng có thể so sánh lợi nhuận kỳ vọng với lợi nhuận thực tế trong quá khứ và tôi sẽ tranh luận rằng xét trên tổng thể thì chúng nhất quán, mặc dù cũng phải thừa nhận là một số vấn đề có thể gây tranh cãi _Vấn đề khó khăn nhất để giải thích một cách thỏa đáng là lý do tại sao chứng khoán có vẻ mang đến lợi nhuận trong dài hạn tốt hơn so với trên lý thuyết, trong khi thu nhập từ trái phiếu chính phủ lại ít hơn mức nên có. Mọi người đã đưa ra nhiều giải thích khác nhau cho việc này, nhưng không có giải thích nào nhận được sự hỗ trợ nhất trí. Nhưng tôi nghĩ rằng có một sự giải thích hợp lý cho điều không nhất quán này, mà tôi sẽ đề cập đến ngay sau đây.

Bảng 10.2

Lợi nhuận, lợi tức và các định giá hợp lý

	Từ	lợi	Lợi nhuận,	Giới	hạn

	Tổng lợi nhuận kỳ vọng*	nhuận vốn (capital gain)	cổ tức hoặc lợi nhuận cho thuê thuần	định giá hợp lý
Trái phiếu	4–5%	2% được đảm bảo	2–3%	Lợi nhuận 2–3%
Trái phiếu truyền thống	4–6%	0%	4–6%	Lợi nhuận 4–6%
Trái phiếu công ty	5,5–7,5%	0%	5,5–7,5%	Lợi nhuận 5,5–7,5%
Cổ phiếu	7–9%	2,0–6,5%	2,5–5,0% cổ tức (kể cả cổ phiếu quỹ)	Hệ số P/E 10–20 (giả định 50% tổng chi phí)
Bất động sản	6–8%	2–4%	Lợi tức cho thuê thuần 2–6%	6–10% lợi tức cho thuê gộp (giả định chi phí 4%)

*Từ Bảng 10.1. Nguồn: Các ước tính của tác giả

ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

Tài sản dài hạn ít rủi ro nhất là trái phiếu chính phủ gắn liền với tỷ lệ lạm phát (inflation-indexed government bonds). Nhà đầu tư mua TIP ở Mỹ (Trái phiếu Kho bạc được bảo vệ khỏi lạm phát – Treasury Inflation Protected bonds), hoặc các tín phiếu liên kết với chỉ số do chính phủ Anh phát hành (index-linked gilts) tại Anh không phải chịu rủi ro nếu lạm phát cao hơn hoặc rủi ro tín dụng như từ khu vực kinh tế tư nhân. Vì vậy, không có phần bù rủi ro cho cả lạm phát không mong đợi hoặc cho rủi ro vỡ nợ. Đôi lúc các chính phủ cũng mất khả năng chi trả, đặc biệt là ở các quốc gia mới nổi, trường hợp gần đây nhất là Argentina vào năm 2001. Nhưng nguy cơ mà chính phủ Mỹ hay Anh vỡ

nợ là rất thấp và do đó chúng ta có thể xem đây là những khoản đầu tư an toàn nhất hiện có.

Bắt đầu từ các tài sản phi rủi ro này, chúng ta có thể đặt ra câu hỏi về đặc điểm của những nhóm tài sản khác, chẳng hạn như trái phiếu chính phủ truyền thống, trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu hoặc bất động sản, nếu xét về lợi nhuận và rủi ro. Chúng phải chịu rủi ro lớn hơn như thế nào và nó cần có thêm lợi nhuận bao nhiêu là hợp lý? Chúng ta hãy bắt đầu với trái phiếu chính phủ truyền thống, ví dụ như Trái phiếu Kho bạc Mỹ tiêu chuẩn 10 năm. Với công cụ đầu tư này, hàng năm sẽ có một lãi suất cố định dựa trên mệnh giá trái phiếu. Vào cuối khoảng thời gian 10 năm đó, nhà đầu tư sẽ nhận lại mệnh giá của trái phiếu.

Rủi ro của trái phiếu truyền thống là khi lạm phát đột ngột tăng lên. Chúng ta hãy xem nhà đầu tư đã mua 1.000 USD Trái phiếu Kho bạc Mỹ trả lãi 5% trong mười năm, kể từ vào năm 2004. Đến năm 2014, họ sẽ nhận lại 1.000 USD, nhưng giá trị sức mua thực tế của nó sẽ thấp hơn nếu có lạm phát trong suốt thời gian này. Nếu Cục Dự trữ Liên bang thành công trong việc giữ lạm phát gần với mức mục tiêu (giả định) là 2% mỗi năm, thì 1.000 USD sẽ chỉ có giá trị không tới 800 USD theo giá cả năm 2004. Nhưng các nhà đầu tư có thể sẽ hài lòng với điều này, vì lãi suất 5% có giá trị cao hơn - tổng các khoản thanh toán mà họ nhận lại được trong suốt chu kỳ của trái phiếu là 1.500 USD. Trên thực tế, lãi suất thực sự của chúng là 3%, một con số gần với số trung bình trong quá khứ của lợi nhuận trái phiếu thực tế.

Nhưng giờ đây, giả sử vì lý do nào đó mà Fed đã mất kiểm soát lạm phát và mức lạm phát trung bình là 10% mỗi năm. Giờ thì 1.000 USD mà các nhà đầu tư nhận lại vào cuối kỳ hạn 10 năm sẽ chỉ có giá trị 386 USD theo giá trị đồng tiền hôm nay và lãi suất 5% hàng năm sẽ không bù được các ảnh hưởng của lạm phát. Họ cần phải nhận được tổng số ít nhất là 2.594 USD thì mới đủ bù đắp cho lạm phát và do đó, việc mua trái phiếu của họ đã chuyển thành một khoản đầu tư tồi tệ.

Vậy các nhà đầu tư phải làm gì với rủi ro này? Câu trả lời là lợi

nhuận của trái phiếu truyền thống phải cao hơn lợi nhuận của trái phiếu liên kết với chỉ số. Nếu không, các nhà đầu tư cũng có thể mua trái phiếu gắn liền với chỉ số (indexed bonds) và không cần lo lắng về lạm phát. Mức khác biệt này được gọi là phần bù rủi ro lạm phát (inflation risk premium). Nếu nguy cơ lạm phát có vẻ tăng cao thì phần bù này sẽ tăng, và ngược lại. Trong môi trường lạm phát thấp và các ngân hàng trung ương thận trọng hiện nay, phạm vi hợp lý cho phần bù rủi ro là từ 0% đến 1%.

Nói chung, lãi suất thực tế mà các chính phủ phải trả cho việc đi vay thông qua trái phiếu truyền thống thường nằm trong phạm vi 2%-4% và ít nhất là cao hơn một chút so với lợi nhuận của trái phiếu gắn liền với chỉ số, vốn thường vào khoảng 2%-3% mỗi năm. Một phần quan trọng của tranh luận trong chương này là các giới hạn giá của thị trường được đưa ra phải hợp lý theo quan điểm của cả nhà đầu tư và người đi vay. Vì vậy, đối với lợi nhuận trái phiếu chính phủ, điều quan trọng là chi phí đi vay thực tế từ 2%-4% là chi phí dài hạn hợp lý để chính phủ hoàn trả, vì nhìn chung là nó phù hợp với hiệu suất của nền kinh tế. Các số liệu ở đây đã đúng. Tại Mỹ, xu hướng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn khoảng 2,5%-3,5% mỗi năm, do đó, tiền thuế cũng được dự kiến sẽ tăng lên khoảng tỷ lệ đó (trong điều kiện thực tế). Nói cách khác, các khoản thuế trong tương lai phải đáp ứng được các chi phí dịch vụ của khoản nợ thêm đó.

Một phương pháp tiếp cận khác là xem xét lãi suất danh nghĩa và so sánh nó với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa. Nếu GDP danh nghĩa tăng 5% mỗi năm, bao gồm (ví dụ như) 3% tăng trưởng và 2% lạm phát, thì chính phủ có thể trả 4%-6% lãi suất cho các khoản nợ một cách thoải mái. Tất nhiên, nếu chính phủ đang liên tục chi trả 6%, mức cao nhất trong giới hạn của tôi, thì các tài khoản quốc gia sẽ giảm dần. Nhưng nếu chính phủ không mang nợ quá nhiều thì nó sẽ không tê liệt ngay tức khắc.

Nhìn chung, lợi nhuận thực tế của trái phiếu chính phủ ở mức

2%-4% dường như là những gì chúng ta nên mong đợi. Nhưng giờ đây chúng ta lại gặp vấn đề khác. Các nhà thống kê đã tính toán lợi nhuận từ trái phiếu trong quá khứ và nhận ra rằng nó thấp hơn con số này một cách đáng kể. Một trong những nghiên cứu đáng tin cậy cho thấy rằng trong 100 năm, từ năm 1900 đến 2000, lãi suất trái phiếu Mỹ đã chỉ cao hơn lạm phát 1,6% mỗi năm, trong khi con số không đáng kể này là 1,3% mỗi năm đối với trái phiếu Anh. [89] Tôi tin rằng lý do của việc này đơn giản là các nhà đầu tư đã gặp phải các sự kiện bất ngờ. Họ đã mua trái phiếu với kỳ vọng rằng lợi nhuận trái phiếu cao hơn so với lạm phát dự kiến trong tương lai, nhưng họ đã sai. Các sự kiện bất ngờ đó là ba giai đoạn chính của lạm phát, trong suốt Thế chiến thứ I, Thế chiến thứ II, và sau đó là toàn bộ làn sóng lạm phát đột ngột trong thập niên 1970.

Ở một thời điểm bất kỳ, các nhà đầu tư mua trái phiếu với lợi nhuận kỳ vọng khoảng 2%-4%, nhưng họ đã tiếp tục bị thất vọng. [90] Cuối cùng, vào thập niên 1980, họ đã hết sức nghi ngờ các chính phủ và đã từ chối mua trái phiếu, trừ khi lợi nhuận phải cao hơn nhiều so với lạm phát, nghĩa là phần bù rủi ro đặc biệt rất cao. Khi lạm phát bất ngờ giảm nhanh nhờ vào các nỗ lực của Paul Volcker và Ronald Reagan ở Mỹ, và Margaret Thatcher ở Anh, các nhà đầu tư đã được tưởng thưởng với lợi nhuận khổng lồ. Trong 10 năm qua, sự lo ngại lạm phát đã xuất hiện ở cuối mỗi đợt tăng giá, ví dụ như giai đoạn 1998-2000 và 2007-2008, nhưng đã được cân bằng bởi các nỗi lo về giảm phát, trong năm 2003 và bây giờ là một lần nữa. Cuối cùng có lẽ thị trường trái phiếu đã trở lại tình trạng bình thường và theo tôi giới hạn lợi nhuận hợp lý lại nằm trong khoảng 2%-4%.

TRÁI PHIẾU KHU VỰC KINH TẾ TƯ NHÂN

Bây giờ chúng ta hãy xem xét một loại tài sản có rủi ro cao hơn, trái phiếu của khu vực kinh tế tư nhân. Đây là các trái phiếu do các công ty tư nhân phát hành, do đó các nhà đầu tư không chỉ phải đối mặt với

phần bù rủi ro lạm phát mà họ cũng cần có phần bù rủi ro cho nguy cơ công ty bị phá sản. Do đó lợi nhuận của các trái phiếu này cũng dao động cao hơn trái phiếu chính phủ, dựa vào rủi ro tín dụng gắn liền với công ty đó. Thường thì trái phiếu kỳ hạn càng ngắn thì độ chênh càng nhỏ, vì người ta dễ dàng tin rằng trong ngắn hạn, một công ty sẽ ít có khả năng bị phá sản hơn là trong dài hạn.

Tuy nhiên, mức chênh lệch lãi suất thay đổi theo chu kỳ kinh tế. Ví dụ như lãi suất của hầu hết trái phiếu Mỹ của các công ty được xếp hạng BBB (hạng thấp nhất của các công ty được xếp hạng để đầu tư) dao động cao hơn khoảng từ 1% đến 3,5% so với lợi nhuận Trái phiếu kho bạc. [91] Các nhà đầu tư có xu hướng bi quan nhất trong các thời kỳ suy thoái và lạc quan nhất khi giá tăng. Mặc dù sự phá sản có thể xảy ra ở một thời điểm bất kỳ trong suốt chu kỳ, nhưng có vẻ như chúng phổ biến hơn trong suốt và ngay sau các đợt suy thoái, và đó là khi mức chênh lệch, hoặc phần bù rủi ro, có xu hướng lên đến khoảng 3,5%, ví dụ như năm 1990 hoặc 2001. Trong suốt các thời kỳ phát triển kéo dài như thập niên 1990 hoặc giai đoạn 2003-2007, mức chênh lệch đã giảm xuống còn 1% hoặc thấp hơn. Khi tôi viết quyển sách này, mức chênh lệch hiện tại đã gần với trần giới hạn, khoảng 3,3%, phản ánh sự lo ngại của nhà đầu tư đối với thời kỳ đình trệ của nền kinh tế. Nói cách khác, các nhà đầu tư đang đòi hỏi có thêm 3,3% mỗi năm so với trái phiếu chính phủ để bù đắp rủi ro.

Liệu điều này có đúng với kinh nghiệm quá khứ không? Các cơ quan xếp hạng của Mỹ đã đánh giá trái phiếu của các công ty Mỹ trong nhiều thập kỷ và có một dữ liệu quá khứ lâu năm về xác suất vỡ nợ của từng loại. Ví dụ như dữ liệu của Standard and Poor’s cho thấy rằng trong dài hạn, cứ trong bất kỳ khoảng thời gian 10 năm nào thì một danh mục trái phiếu công ty Mỹ được xếp hạng BBB có tỷ lệ 5,3% trái phiếu bị phá sản. [92] Thông thường, trong các vụ phá sản không phải là sẽ mất tất cả giá trị; mà sẽ có một tỷ lệ phục hồi nhất định. Nếu chúng ta giả

định tỷ lệ hồi phục là 25% (có thể là thấp), thì vào cuối giai đoạn 10 năm, các nhà đầu tư vào danh mục sẽ nhận lại khoảng 96 USD cho mỗi 100 USD đã đầu tư. Nếu họ có thể mua trái phiếu khi chúng có lợi nhuận cao hơn trái phiếu kho bạc 2% thì họ sẽ được trả khá nhiều cho khoản thiệt hại này, tổng số là thêm 20% cho mỗi thời kỳ 10 năm. [93]

Sau đó có vẻ như các nhà đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp đã được đền bù nhiều hơn rủi ro phải chịu, ít nhất là theo dữ liệu trung bình trong dài hạn. Lý do chính của việc này là các nhà đầu tư phải chịu rủi ro không chỉ là tỷ lệ phá sản trung bình trong 10 năm qua, mà là trường hợp xấu nhất. Giả sử họ đã mua vào năm 1929, sau năm đó tỷ lệ phá sản của trái phiếu doanh nghiệp cao bất thường. Vậy thì họ đã có thể mất nhiều hơn mức thiệt hại trung bình trong thời gian dài trước đó.

Trong năm 2002, các nhà đầu tư đã phải nghĩ nhiều về rủi ro này, với nguy cơ của việc nền kinh tế Mỹ lâm vào cả suy thoái lẫn giảm phát tiềm ẩn. Cũng đã có những lo ngại rằng các sai phạm về kế toán được phát hiện tại các công ty như Enron và WorldCom có thể lan rộng. Kết quả là trái phiếu công ty đã phổ biến đáng kể. Trong giai đoạn 2003-2007, dường như rủi ro đã giảm nhờ vào sự phục hồi kinh tế và mức độ lan rộng giảm xuống mức mới. Tuy nhiên, trong năm 2008, với một sự giảm sút về kinh tế và khủng hoảng tài chính, các nhà đầu tư lại lo sợ rằng cuối cùng thì điều này sẽ không chỉ là một cuộc suy thoái nhẹ mà còn là một cái gì đó tệ hại hơn nhiều. Cho đến nay, thập niên 1930 chính là khoảng thời gian tồi tệ nhất trong thế kỷ XX - và không có cách gì biết chắc rằng nó sẽ không xảy ra một lần nữa.

Liệu chúng ta có thể gắn kết lãi suất của trái phiếu công ty với thành tích của toàn bộ nền kinh tế không? Trong dài hạn, trái phiếu công ty có rủi ro trung bình được kỳ vọng sẽ mang lại cho các nhà đầu tư khoảng 1,5%-3,5% nhiều hơn so với trái phiếu chính phủ, như vậy lợi nhuận danh nghĩa là khoảng 6%-8% (bao gồm cả tỷ lệ lạm phát dự kiến là 2% mỗi năm). Vì các khoản vay dài hạn như thế này thường sẽ dành cho chi phí vốn, để hợp lý, các công ty cần phải tạo ra được lợi

nhuận trên vốn đầu tư cao hơn lãi suất mà họ đang phải trả. Điều này có vẻ đúng. Tại các quốc gia lớn, lợi nhuận trên vốn đầu tư trung bình khoảng 10% mỗi năm. Nhìn chung, lợi tức trên các trái phiếu doanh nghiệp ở cấp độ đầu tư khoảng 6%-8% là hợp lý đối với các nhà đầu tư và với các công ty đang đi vay.

PHẦN BÙ RỦI RO VỐN ĐẦU TƯ

Bây giờ chúng ta hãy xem xét đến cổ phiếu bằng cách nhìn vào phần bù rủi ro vốn đầu tư (equity risk premium - ERP), là mức chênh lệch giữa thu nhập trên cổ phiếu và thu nhập trên trái phiếu chính phủ. ERP là một trong những vấn đề được nghiên cứu chặt chẽ trong tài chính và vẫn còn gây tranh cãi. Có những lý do hợp lý để nghĩ rằng đầu tư vào cổ phiếu (stock) phải kiếm được nhiều tiền hơn là đầu tư vào trái phiếu (bond). Thứ nhất là có nguy cơ phá sản, vốn thậm chí còn cao hơn trái phiếu công ty vì trong trường hợp phá sản, những người nắm giữ trái phiếu sẽ được trả tiền trước các cổ đông. Ngoài ra cổ phiếu không ổn định, do đó các nhà đầu tư có thể dễ dàng phải đối mặt với một sự sụt giảm giá trị tạm thời là 10%-20% trong một năm, ngay cả khi thị trường chính không giảm giá.

Tuy nhiên, trong lịch sử thị trường cổ phiếu đã có một số thị trường giảm giá kéo dài. Chứng khoán Mỹ đã mất 26 năm để trở lại mức giá năm 1929 theo nghĩa thực. Từ mức giá đỉnh năm 1968, cả Mỹ và Anh đều mất đến 14 năm. Gần đây hơn, giá trị của thị trường chứng khoán Nhật Bản ngày nay vẫn còn thấp hơn một phần ba giá trị đã đạt được trong năm 1989. Thậm chí tệ hơn, các thời điểm gây thất vọng này đã diễn ra đồng thời với cuộc suy thoái khi việc làm đang gặp nguy cơ và việc kinh doanh bị thất bại, vốn là khi mà các khoản đầu tư của mọi người cần phải hiệu quả hơn bao giờ hết.

Nguyên nhân của việc ERP gây tranh cãi là các nghiên cứu về dữ liệu lịch sử cho thấy rằng hơn 100 năm qua, mỗi năm các nhà đầu tư tại Mỹ và Anh đã nhận được gần 6%-7% lợi nhuận thực tế từ cổ phiếu, và điều này có vẻ thật tuyệt vời khi so sánh với lợi nhuận thực tế trên trái phiếu.

Cổ phiếu của Anh có lợi nhuận 5,8% cao hơn lạm phát, trong khi cổ phiếu Mỹ có tỷ suất lợi nhuận 6,7%. Như chúng ta đã thảo luận trên đây, để so sánh, lợi nhuận trên trái phiếu chính phủ ở Mỹ chỉ cao hơn lạm phát 1,6% và ở Anh là 1,3%.

Do đó phần bù rủi ro thực tế đã cao bất ngờ, ở mức 5,1% tại Mỹ và 4,5% tại Anh. Các nghiên cứu học thuật đánh giá quy mô của phần bù cần phải thuyết phục các nhà đầu tư mua cổ phiếu chứ không phải trái phiếu, xét về độ dao động của cả hai, sẽ đề xuất rằng ERP nên vào khoảng gần 3%. [94] Một lý do cho sự bất thường này có thể đơn giản là vì các con số đã sai. Số liệu được tính toán cho thu nhập thực tế trên cổ phiếu có thể quá cao do "xu hướng sống còn" (survivor bias), vấn đề về các công ty bị phá sản đã biến mất khỏi bảng niêm yết. Thật vậy, trong thế kỷ XX từng xảy ra trường hợp một thị trường của cả một nước biến mất, ví dụ như Nga vào năm 1917 hoặc Trung Quốc vào năm 1947, khiến các nhà đầu tư đang nắm giữ chứng chỉ cổ phiếu chỉ còn lại giá trị của một tờ giấy lộn.

Nhưng nếu chúng ta chấp nhận lý luận trên đây của tôi, rằng trong thực tế các nhà đầu tư trái phiếu đã sai, thì các số liệu vẫn có giá trị. Lúc nào các nhà đầu tư trái phiếu cũng kỳ vọng lợi nhuận thực tế của trái phiếu là 2%-4%, nhưng đơn giản là chúng bị hạ gục bởi lạm phát. Với lợi nhuận kỳ vọng thật sự của trái phiếu là 2%-4%, thu nhập tăng thêm của cổ phiếu phải nằm trong phạm vi 1,8%-4,7% cho cả Mỹ và Anh, tiến đến gần mức dự kiến 3%.

Với mức chênh lệch nhiều hơn khoảng 3% so với trái phiếu chính phủ là 3% (trong khi bản thân trái phiếu chính phủ kỳ vọng sẽ có lợi nhuận thực tế 2%-4%), vậy tổng cộng lợi nhuận thực tế kỳ vọng sẽ là 5%-7%. Cộng thêm 2% lạm phát thì cổ phiếu sẽ có lợi nhuận danh nghĩa là 7%-9%. Một lần nữa, như đã nêu ở trên, trong mối quan hệ với trái phiếu công ty, lợi nhuận trên vốn đầu tư thường vào khoảng 10%, vì thế điều này có vẻ hợp lý theo quan điểm của một công ty phát hành cổ phiếu mới.

Tuy nhiên, chúng ta cũng có thể xem xét nó từ góc nhìn về khả năng tăng trưởng lợi nhuận và cổ tức. Các nhà đầu tư được nhận cổ tức. Họ cũng có thể nhận được lợi nhuận từ việc công ty mua cổ phiếu quỹ, mà về bản chất là tương đương với cổ tức. Và thêm nữa, họ cũng mong đợi công ty phát triển và trả cổ tức hàng năm cao hơn. Cổ tức được chia, theo số liệu quá khứ, thường nằm trong phạm vi 2,5%-5%. Tại Mỹ, việc mua cổ phiếu quỹ có thể thay thế cho khoảng 0,5%-1% cổ tức. Do đó mức tăng trưởng cổ tức cần có để đáp ứng được lợi nhuận kỳ vọng là từ 2%-6,5%. Ở mức 2%, cổ tức sẽ chỉ tăng trưởng đúng bằng lạm phát. Ở mức 6,5%, cổ tức thực sự sẽ là 4,5%, vốn là một tỷ lệ rất cao để mong đợi, mặc dù chỉ có thể nếu tăng trưởng kinh tế đủ mạnh. Như chúng ta sẽ thấy sau đây, ở mức cổ tức 2,5%, thị trường chắc chắn sẽ tăng trưởng.

Chúng ta còn phải thực hiện một chỉ tiêu số học nữa. Cổ tức kết hợp với việc mua chứng khoán quỹ phải được trả ra khỏi lợi nhuận. Vì vậy, nếu tổng số tiền chi ra thường là khoảng 2,5%-5% thu nhập và nếu khoản này chiếm một nửa thu nhập, vốn là số liệu quá khứ trong một thời gian dài, thì tỷ lệ thu nhập (earning yields - nghĩa là tỷ lệ phần trăm của thu nhập đối với giá chứng khoán) nên nằm trong khoảng 5%-10%. Mà tỷ lệ thu nhập đơn giản chính là nghịch đảo của hệ số giá trên thu nhập. Như vậy, tỷ lệ thu nhập 5% sẽ giống như hệ số P/E là 20 và tỷ lệ thu nhập 10% thì tương tự như tỉ lệ P/E là 10.

Vậy là chúng ta đã tìm được một chứng minh vững chắc cho ý tưởng rằng hệ số P/E 10-20 lần là một phạm vi định giá hợp lý. Nếu chúng ta quay lại đầu những năm 2000 ở đỉnh cao của bong bóng thị trường chứng khoán thì các hệ số này không có ý nghĩa gì. Khi đó hệ số P/E là 30 lần tại Mỹ và 28 lần tại Anh, hàm ý một tỷ lệ thu nhập là 3,3% và 3,6% tương ứng. Lợi nhuận cổ tức đứng ở mức 2,4% tại Anh và chỉ 1% tại Mỹ, mặc dù chúng ta có thể tính thêm phần mua cổ phiếu quỹ để đưa phần thanh toán lên khoảng 2%. Nhưng những con số này có nghĩa là các nhà đầu tư phải kỳ vọng cổ tức tăng trưởng thêm 1%-2% mỗi

năm trong dài hạn so với những gì thông thường, đưa sự hợp lý lên đến giới hạn. Nói cách khác, bong bóng thị trường chứng khoán đã quá rõ ràng qua các con số.

Một cách khác để thấy thị trường đang được định giá thấp hay cao là xét phần bù rủi ro vốn [95] dự kiến (expected ERP) . Chúng ta có thể nói rằng ở đỉnh bong bóng trong thập niên 1990, phần bù rủi ro vốn dự kiến đã giảm đến một cấp độ bất thường, chỉ còn 1%-2% hoặc thấp hơn. Trên thực tế, các nhà đầu tư đã tạm thời quên rằng do có rủi ro của cổ phiếu nên họ cần định giá thị trường thấp hơn, nhờ đó mà nó có nhiều đợt tăng giá hơn trong tương lai.

Ở đây có một nghịch lý. ERP thấp có nghĩa là các nhà đầu tư không kỳ vọng cổ phiếu phải có kết quả tốt hơn quá nhiều so với trái phiếu. Nhưng trên thực tế, trong một thời kỳ bong bóng, người ta thường mong đợi cổ phiếu sẽ mang đến lợi nhuận cao. Các cuộc khảo sát vào cuối thập niên 1990 thường xuyên cho thấy rằng các nhà đầu tư dự kiến sẽ tiếp tục có được lợi nhuận hai chữ số. Nhưng tình trạng trái ngược đã trở thành sự thật vào giai đoạn cuối của thị trường giá giảm. Các nhà đầu tư cũng run sợ bởi sự sụt giảm của các cổ phiếu có hệ số P/E thấp, và trên thực tế, muốn giữ chứng khoán thì họ đòi hỏi phải có ERP cao bất thường. Một lần nữa, nghịch lý lại xuất hiện theo cách trái ngược. Vì không ai cảm thấy tin tưởng vào cổ phiếu nên phần bù rủi ro vốn cao, nhưng hệ số ERP cao có thể được hiểu là các nhà đầu tư đang mong đợi cổ phiếu mang lại nhiều lợi nhuận hơn trái phiếu.

ĐỊNH GIÁ BẤT ĐỘNG SẢN

Cuối cùng, chúng ta hãy chuyển sang thị trường bất động sản. Chúng ta sẽ xem xét thị trường từ quan điểm của nhà đầu tư. Liệu họ nên kỳ vọng lợi nhuận nào và do đó phần bù rủi ro trên tài sản nhà ở là gì? Tôi dự đoán lợi nhuận hợp lý chắc chắn nên cao hơn lợi nhuận thực tế 2%-4% mà chúng ta đã xác định đối với trái phiếu chính phủ. So với trái phiếu, bất động sản không có tính thanh khoản. Trong khi trái

phiếu có thể được bán trong chốc lát thì bất động sản phải mất một khoảng thời gian đáng kể để bán được, cộng thêm chi phí. Tất nhiên là bất động sản có lợi thế hơn so với trái phiếu là được bảo vệ khỏi lạm phát bất ngờ, vì nhìn chung trong dài hạn, giá bất động sản có khả năng giữ vững so với mức giá chung. Nhưng không giống với trái phiếu chính phủ, khi mà mệnh giá sẽ được hoàn trả khi đến hạn, giá bất động sản có thể giảm thực sự. Người ta cũng có thể dựa vào lãi suất của trái phiếu chính phủ, trong khi các nhà đầu tư bất động sản phải đối mặt với nguy cơ không thể cho thuê được nếu không tìm ra người thuê. Tất cả những điều này làm cho bất động sản chứa đựng nhiều rủi ro hơn trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, có lẽ nó không quá rủi ro như chứng khoán. Một công ty có thể phá sản và trên danh nghĩa thì không còn giá trị gì, trong khi bất động sản gần như luôn có một giá trị nhất định.

Do đó, đối với tôi, dường như bất động sản nên được định giá để có lợi nhuận nằm giữa mức lợi nhuận của trái phiếu chính phủ và cổ phiếu, gần bằng với trái phiếu công ty. Chúng ta đã ước tính rằng lợi nhuận thực tế của trái phiếu nên ở vào khoảng 2%-4% mỗi năm (bao gồm phần bù rủi ro lạm phát) và lợi nhuận thực sự của cổ phiếu nên ở vào khoảng 5%-7%. Muốn nằm ở khoảng giữa hai loại tài sản này thì lợi nhuận của bất động sản nên là khoảng 4%-6%. Lợi nhuận bất động sản nằm dưới hình thức giá nhà tăng cộng với lợi tức ròng của việc cho thuê nhà. Vì vậy, chúng ta cần phải xem xét khả năng tăng trưởng vốn theo thời gian trong lĩnh vực nhà ở và sau đó xem những gì có thể mang đến một lợi tức cho thuê cân bằng.

Nhiều nhà đầu tư cá nhân đã đánh giá thấp các chi phí duy trì liên quan đến đầu tư tài sản. Các nhà quản lý chuyên nghiệp thường mong đợi chi phí hàng năm lên đến khoảng 3% giá trị của tài sản, tùy theo độ tuổi và điều kiện của nó. Các chi phí này gồm có chi phí sửa chữa, khấu hao, tìm người thuê nhà, quản lý tài sản và bảo hiểm. Trên hết còn có phụ phí nếu không thể cho thuê. Ngoài ra cũng cần phải dự chi cho các khoản chi phí mua bán. Tiền thuế và chi phí cho nhà môi giới dẫn đến

tổng chi phí mua bán (tiền vào và tiền ra) thường tích lũy lên ít nhất 5% giá trị và thường là cao hơn nhiều. Điều này có nghĩa là với một khoản đầu tư kéo dài mười năm, mỗi năm cần cộng thêm 0,5%-1% vào chi phí một cách chặt chẽ. Vậy nhìn chung, cho dù lợi tức cho thuê gộp là bao nhiêu đi nữa thì cũng cần phải trừ đi chi phí khoảng 4% để có lợi tức cho thuê thuần.

Trong dài hạn, tổng giá trị tài sản trong một quốc gia có xu hướng dao động giữa việc giữ tốc độ lạm phát và tăng trưởng nhanh hơn khoảng 2%, tùy thuộc vào sự linh hoạt của nguồn cung. [96] Nếu chúng ta lấy tốc độ tăng trưởng dài hạn dự kiến trong giá nhà thực tế là 0%-2% mỗi năm và so sánh với lợi nhuận thực tế 4%-6% mà chúng ta đang tìm kiếm thì lợi tức cho thuê thuần cần phải là 2%-6%. Phần chi phí cộng thêm 4% ngụ ý rằng lợi tức cho thuê gộp nên nằm trong phạm vi 6%-10%. Chúng ta có thể kỳ vọng các con số cao hơn đối với các ngôi nhà nhỏ hơn trong các khu vực không tốt bằng, nơi mà các chi phí có khả năng lớn hơn 4% đã dự tính, và nguy cơ không cho thuê được cũng có thể lớn hơn. Chúng ta cũng nên kỳ vọng con số lợi nhuận thấp hơn một chút đối với các ngôi nhà lớn hơn ở những khu vực tốt hơn, khi đó chi phí bảo trì thấp hơn thì các số liệu có thể sẽ thấp hơn.

Trong quá khứ, lợi nhuận gộp thường nằm trong phạm vi này. Nhưng vào cuối thời kỳ bùng nổ nhà ở trên thế giới vào năm 2007, ở nhiều quốc gia, các số liệu đã thấp hơn nhiều. Các nhà đầu tư đã định giá nhà ở như thể đó là một khoản đầu tư có rủi ro thấp. Mọi người cho rằng giá nhà ở không bao giờ có khả năng giảm trong dài hạn, trong khi các nhà đầu tư không mong đợi phải chịu đựng lâu mà không có người thuê nhà. Vấn đề chính là nhiều người đang kỳ vọng giá cả sẽ tiếp tục tăng trưởng cao hơn nhiều so với mức 2%-4% lợi nhuận danh nghĩa mà tôi đề nghị ở đây. Vì vậy, trong quá khứ phần bù rủi ro khá thấp và lợi nhuận cho thuê cũng nằm trong phạm vi an toàn. Giờ đây xu hướng giá quay về mức trung bình đã thiết lập và nó cho thấy là sẽ mang đến nhiều khó khăn.

MỘT THẾ GIỚI CÓ LỢI NHUẬN THẤP

Lợi nhuận đặt ra ở trên là những gì mà một nhà đầu tư hợp lý nên hy vọng trong dài hạn dựa trên tỷ lệ lạm phát trung bình là 2% mỗi năm. Khi độ lạc quan của thị trường lên cao, giá cả tài sản được trả cao và lợi tức thấp. Còn khi thị trường bi quan, giá tài sản giảm và lợi tức lại cao. Vậy ngày nay chúng ta đang ở tình trạng nào?

Tại Mỹ, vào tháng 10/2008, lợi tức của trái phiếu gắn liền với chỉ số (indexed bond) là vào khoảng 2,5%, đã tăng từ mức thấp lên đến mức cao so với giai đoạn bùng nổ năm 2007. Theo quan điểm của tôi, nó đã nằm trong phạm vi hợp lý. Lợi tức của Trái phiếu chính phủ 10 năm truyền thống là 3,6%, một mức thấp phản ánh cả chất lượng do khủng hoảng tài chính lẫn các kỳ vọng tăng trưởng kinh tế và giảm lạm phát. Sự chênh lệch của trái phiếu công ty đang ở mức cao của phạm vi, trung bình khoảng 3%-4% đối với các công ty xếp hạng BBB. Lợi tức thu nhập trên cổ phiếu (nghịch đảo của hệ số giá trên thu nhập P/E) đang gần mức 7% (hệ số P/E là 14-15 lần với chỉ số S&P 500 là 900 điểm), dựa trên thu nhập dự kiến. Sự sụt giảm trên thị trường chứng khoán từ các mức giá cao năm 2007 đã đưa chứng khoán vào một phạm vi P/E hợp lý và có lẽ là bị định giá thấp. Nhưng nếu đợt suy thoái thật sự trở nên quá tồi tệ thì thu nhập dự kiến sẽ được chứng minh là quá lạc quan và có khả năng thị trường tiếp tục giảm thêm. Lợi tức cho thuê đối với bất động sản, mặc dù giá có giảm nhưng vẫn còn trong phạm vi 4%-6%, nằm dưới phạm vi hợp lý. Cần phải thừa nhận rằng dữ liệu ở đây rất không hoàn thiện, nhưng như chúng tôi đã thấy trong Chương 7, các cách đánh giá khác như hệ số giá trên thu nhập của nhà ở cũng đề xuất rằng giá sẽ còn giảm thêm. Vậy nhìn chung, các thị trường cổ phiếu và trái phiếu có vẻ được định giá cho một đợt suy thoái vừa phải, trong khi vẫn còn lâu nữa thì bong bóng giá nhà ở mới giảm đi.

Ở các quốc gia khác, lợi tức trái phiếu cũng khá thấp, phản ánh sự lo ngại rằng sự suy giảm kinh tế thế giới sẽ tăng nhanh trong ngắn hạn. Các đánh giá thị trường chứng khoán cũng sụt giảm nghiêm trọng và

bong bóng tại Trung Quốc nảy sinh trong giai đoạn 2006-2007 đã xì hơi. Nhưng một số quốc gia vẫn có lợi tức cho thuê rất thấp, bao gồm cả Anh, Ireland, Tây Ban Nha, Úc, và New Zealand. Giá nhà ở các thị trường này đang giảm và sẽ tiếp tục đi xuống. Trong một hoặc hai năm tiếp theo, hiệu suất của thị trường trái phiếu và thị trường chứng khoán sẽ phụ thuộc rất nhiều vào việc nền kinh tế sụt giảm sâu đến như thế nào. Cuộc khủng hoảng tài chính chắc chắn sẽ có ảnh hưởng nghiêm trọng lên nền kinh tế thực, mặc dù không ai biết được là bao nhiêu. Nhưng để đánh giá các xu hướng dài hạn hơn trong giá tài sản và lợi nhuận, chúng ta cần phải hiểu được quá trình giảm lạm phát đáng chú ý trong 30 năm qua.

THỜI KỲ GIẢM LẠM PHÁT VĨ ĐẠI

Không phải phóng đại nếu chúng ta gọi ba thập kỷ vừa qua là Thời kỳ Giảm lạm phát vĩ đại (Great Disinflation). Lạm phát đã đạt đến các mức độ chưa từng có trong thời kỳ hòa bình vào thập niên 1970, đạt đỉnh điểm trên 10% tại Mỹ và khoảng 30% ở Anh.

Vì lạm phát năm 1980 đã giảm chỉ còn 1%-3% mỗi năm gần như ở khắp mọi nơi và có nguy cơ giảm xuống còn 0% hoặc thấp hơn nếu xu hướng giảm lạm phát không kết thúc. Cùng với lạm phát thấp hơn, lãi suất cũng giảm xuống, cả trên danh nghĩa lẫn thực tế, và giá tài sản cũng như sự giàu có đã tăng lên, liên quan đến thu nhập hoặc GDP, khá cao so với mức trung bình của 50 năm trước ở nhiều quốc gia. Sự sụt giảm của các thị trường chứng khoán trong năm 2000-2002 đã làm giảm sự giàu có đi một chút, nhưng vẫn còn rất cao. Tuy nhiên, sự sụt giảm liên tục trong giá nhà đất ở Mỹ và các nơi khác, cũng như sự sụt giảm trong các thị trường chứng khoán năm 2008, đang đe dọa sẽ khiến cho mức độ giàu có xuống thấp.

Thời kỳ giảm lạm phát bắt đầu diễn ra gần như cùng lúc với sự bắt đầu tăng giá mạnh của chứng khoán trong giai đoạn 1982-2000. Vào đầu năm 1982, hệ số giá trên thu nhập đứng ở mức 8 lần ở Mỹ, ngụ ý rằng lợi tức thu nhập là trên 12%. Khi thị trường tăng lên đến đỉnh vào

năm 2000, các hệ số P/E đã đạt đến 30 lần, cho một lợi tức thu nhập chỉ còn 3,3%.

Cần chú ý phân tích lợi nhuận trong các thị trường là do có các thay đổi trong việc định giá, trái với lợi nhuận phản ánh tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và lạm phát thực tế. Chỉ số S&P 500 đã tăng 1.265% từ tháng 1/1982 đến tháng 1/2000. Nhưng điều này chỉ phản ánh 104% tăng trưởng của lợi nhuận thực tế và 79% "đền bù" cho lạm phát. Mức tăng đầy đủ 383% là do hệ số P/E cao hơn. Nếu sự định giá không tăng gấp bốn lần thì chỉ số S&P đã chỉ là 387 vào tháng 1/2000 thay vì là 1.450.

CÁC ĐỊNH GIÁ CAO HƠN

Tại sao lạm phát thấp hơn lại khuyến khích các định giá cao hơn? Có một vài lý do, trong đó có một số hợp lý, một số khác thì cần phải đặt nghi vấn, còn một số thậm chí sai lầm. Một lý do hợp lý là lạm phát thấp hơn khiến ngân hàng trung ương ít có khả năng can thiệp vào nền kinh tế với các lãi suất cao hơn. Điều đó có nghĩa rằng nền kinh tế có thể tăng trưởng trong một thời gian khá dài, với lợi nhuận tăng cao. Thật sự chúng ta đã nhìn thấy các đợt tăng trưởng kinh tế dài hạn hơn kể từ năm 1982, và các định giá cao trong năm 2007 không nghi ngờ gì nữa đã phản ánh kỳ vọng một đợt tăng giá dài hạn khác. Thật không may, sự sụt giảm trong giá cả nhà ở và cuộc khủng hoảng tài chính tiếp đó đã xuất hiện và giờ đây các nhà đầu tư đang tự hỏi đợt suy giảm kinh tế này sẽ còn tồi tệ đến đâu.

Một lý do đúng đắn khác cho việc định giá cao hơn là lạm phát thấp hơn đã làm cho lãi suất thực giảm. Các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu vào đầu thập niên 1980 đã đòi hỏi phải có lợi nhuận cao hơn để bù đắp cho nguy cơ lạm phát gia tăng đột ngột, giữ cho lợi nhuận thực tế cao một cách bất thường. Nhưng dần dần, khi quá trình giảm lạm phát tiếp tục, phần bù rủi ro lạm phát này đã được xóa bỏ. Trong năm 2003, cả hai có vẻ cùng biến mất, khi các nhà đầu tư bắt đầu kỳ vọng giảm phát (deflation), và chúng ta có thể gặp lại điều này lần nữa

trong năm 2009-2010.

Đối với nhiều nhà đầu tư, chỉ cần lãi suất tiền gửi và lợi nhuận trái phiếu thấp hơn là đủ để làm cho cổ phiếu hấp dẫn hơn trong các so sánh và cân nhắc của họ. Có một quan điểm thiên về kỹ thuật hơn là xem giá trị của một công ty như tổng tất cả các lợi nhuận trong tương lai, chiết khấu đến thời điểm hiện tại. Và nếu tỷ lệ chiết khấu (tức là lợi nhuận trái phiếu) thấp hơn, thì giá trị của công ty sẽ cao hơn.

Một lý do có thể có nữa để định giá cổ phiếu cao hơn trong giai đoạn lạm phát thấp là có những lý do hợp lý để nghĩ rằng tăng trưởng kinh tế sẽ mạnh mẽ hơn. Lạm phát cao đã tác động làm cho cơ chế giá cả hoạt động kém hiệu quả, khi mọi người thấy khó khăn trong việc suy đoán: liệu giá cả tăng tức là nhu cầu về hàng hóa đó cao hơn hay chỉ là do lạm phát chung. Lạm phát cao cũng không hiệu quả, vì khi đó các doanh nghiệp phải liên tục thay đổi bảng giá hàng bán của họ, và mọi người có thể lãng phí nhiều thời gian cân nhắc các vấn đề tài chính. Lạm phát thấp đã giúp làm mất đi những điều không hiệu quả này và vì vậy có nghĩa là nền kinh tế đã hiệu quả hơn.

Bên cạnh giúp tăng trưởng kinh tế nhanh hơn, lạm phát thấp còn có thể cải thiện chất lượng lợi nhuận. Việc quản lý hàng tồn kho sẽ trở nên ít quan trọng hơn và các phương pháp giúp tăng cao giá trị thực như đầu tư mới và cắt giảm chi phí có thể chiếm phần quan trọng hơn. Tuy nhiên, lập luận này có thể đã đi quá xa. Các nhà đầu tư nhiệt tình đôi khi quên rằng hiệu suất kinh tế gia tăng sẽ chỉ giúp làm tăng lợi nhuận trong tạm thời. Cuối cùng thì áp lực cạnh tranh nghĩa là: gia tăng hiệu suất sẽ tạo ra thu nhập của người tiêu dùng cao hơn, dẫn tới việc giá cả đi xuống!

Tất cả các yếu tố này cho thấy: trong một thế giới lạm phát thấp thì hệ số P/E có thể cao hơn một cách hợp lý so với thế giới lạm phát cao của thập niên 1970. Tuy nhiên, đôi khi có thể lập luận rằng bản thân lãi suất thấp hơn đã biện minh cho hệ số P/E cao hơn. Lập luận này chắc chắn sai. Nếu lãi suất thấp hơn chỉ vì lạm phát thấp hơn, thì hiệu quả có

thể dễ dàng loại bỏ vì tăng trưởng lợi nhuận nhất thiết cũng phải thấp hơn.

Ngoài ra còn có một nguy cơ là các nhà đầu tư vẫn còn nghĩ về các khoản đầu tư như thể chúng ta đang có lạm phát cao, và rồi để tìm kiếm lợi nhuận hai chữ số, họ mua cổ phiếu hoặc bất kỳ loại hình đầu tư nào khác mà gần đây đã đạt được các mức lợi nhuận đó. Vấn đề là tìm kiếm lợi nhuận hai chữ số trong một thời điểm có lạm phát thấp là phi thực tế, do đó, bất kỳ khoản đầu tư nào đạt được lợi nhuận như vậy đều có thể hoặc là chịu rủi ro rất lớn hoặc sẽ nhanh chóng trở nên rất đắt. Trong suốt thập niên 1970, khi lạm phát thường xuyên ở mức 8%-10% hoặc hơn, lợi nhuận hai chữ số là cần thiết để ngăn chặn thiệt hại trong thực tế. Nhưng trong một thế giới mà lạm phát là 2% mỗi năm, thì lợi nhuận 5%-6% cũng đã là tốt và lợi nhuận cao hơn chỉ có thể có được bằng việc chấp nhận rủi ro cao hơn. Trong thập niên 1990, khi các nhà đầu tư đổ tiền vào thị trường chứng khoán hoặc vào các quỹ đầu tư với quá khứ tăng trưởng hai chữ số, rõ ràng là họ đã đẩy giá cổ phiếu lên quá cao. Trong thập niên 2000, họ cũng đã làm điều tương tự đối với thị trường nhà ở.

Theo một nghĩa nào đó thì ở đây chúng ta đang nói về một hình thức của "ảo tưởng lạm phát" (inflation illusion). Trong thập niên 1970, các nhà kinh tế học đã nhận ra rằng nhiều người đang phải chịu đau khổ từ "ảo tưởng về tiền bạc" (money illusion). Ví dụ như mọi người sẽ hài lòng nếu họ được trả lương cao hơn năm tiếp theo, không tính đến việc lạm phát cũng cao hơn và do đó họ không được lợi gì hơn. Nhưng hiện nay hầu hết mọi người đã có nhiều kinh nghiệm đối với lạm phát và mong đợi rằng giá cả sẽ luôn theo chiều hướng tăng. Tiền không được xem là một nơi tích lũy giá trị. Vì vậy, mọi người không còn ấn tượng trước lợi nhuận thấp, và bên cạnh đó, họ có xu hướng kỳ vọng rằng giá cả tài sản có xu hướng cao hơn với một tốc độ khá nhanh. Nói tóm lại, họ có ảo tưởng rằng lạm phát chỉ là một thực tế không thể tránh khỏi của cuộc sống và rằng họ nên tiếp tục mong đợi giá cả sẽ tăng gấp đôi

sau mỗi 15-20 năm hoặc tương đương. Trên thực tế, với mức lạm phát 2% thì phải mất 35 năm để giá cả tăng gấp đôi và ở mức 1% thì mất gần như một đời người (khoảng 70 năm).

XU HƯỚNG TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ CÁC VẤN ĐỀ CỦA THỊ TRƯỜNG

Như đã đề cập, một tác động quan trọng của xu hướng giảm lạm phát chung là sau năm 1982, các đợt tăng trưởng kinh tế kéo dài lâu hơn là trong thập niên 1970. Mỹ đã tận hưởng thời kỳ tăng trưởng kéo dài mười năm trong thập niên 1980 và thập niên 1990, trong khi tăng trưởng của Anh bắt đầu vào năm 1992 và chỉ kết thúc vào năm 2008. Và điều này có thể được chỉ ra trong các tác động bong bóng cao hơn. Người ta rất hiếm khi nhìn thấy bất kỳ hình thức nào của bong bóng ngay sau một cuộc suy thoái. Thông thường thì người ta rất thận trọng để nhận lấy rủi ro cao. Chỉ sau một vài năm tăng trưởng vững chắc và tỷ lệ thất nghiệp thấp thì người ta mới bắt đầu nghỉ ngơi và chấp nhận rủi ro cao, bao gồm cả việc đi vay để mua tài sản. Và nếu giá tài sản bắt đầu gia tăng và nền kinh tế thế giới vẫn tốt đẹp, thì đó chính là lúc có một nguy cơ thật sự rằng bong bóng sẽ phát triển. Điều đó như thể khi niềm vui kéo dài hơn thì các thị trường tài sản đã không còn kết nối với thực tế, giống như trẻ em bị quá khích tại một bữa tiệc.

Như chúng ta đã thấy, các thị trường chứng khoán đã bước vào một thời kỳ bong bóng trong suốt năm 1987 nhưng lãi suất cao hơn đã chọc thủng bong bóng một cách nhanh chóng và nền kinh tế ít bị tổn hại, nhờ lãi suất đã giảm nhanh ngay sau đợt sụp đổ năm 1987. Các cổ phiếu sau đó đã đứng ở những mức giá hợp lý trong gần 10 năm, bị kiềm chế có lẽ là bởi sự sụp đổ và sự suy yếu của nền kinh tế vào đầu thập niên 1990. Nhưng sau đó, bắt đầu khoảng năm 1996, sau một vài năm tăng trưởng mới, một bầu không khí hội hè đã lại xuất hiện và lần này nó đã được cho phép tung hoành. Quá trình giảm lạm phát đã rất thành công đến nỗi các ngân hàng trung ương đã không còn thấy nguy cơ lạm phát giá tiêu dùng và đã quyết định bỏ qua lạm phát giá tài sản.

Diễn biến tương tự cũng xảy ra trong suốt các đợt bong bóng nhà ở trong vài năm gần đây. Chỉ đến giai đoạn 2007-2008 thì các ngân hàng trung ương mới thực sự bắt đầu đối mặt với một sự tiến triển rõ ràng trong lạm phát tiềm ẩn, và thậm chí sau đó, phần lớn nó bắt nguồn từ lạm phát giá cả hàng hóa, được dẫn dắt bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ tại Trung Quốc và các nước đang phát triển. Vì vậy, chính sách tiền tệ vẫn khá nới lỏng và đã không chặt chẽ để kiềm chế bong bóng nhà đất hoặc làm chậm sự bùng nổ kinh tế. Với sự sụp đổ của bong bóng nhà ở và tai họa của cuộc khủng hoảng tài chính sau đó, sự chú ý được chuyển sang những gì có thể được thực hiện để tránh lặp lại tổn thương này trong tương lai.

Với sự hỗ trợ của các phạm vi định giá tài sản đã được nêu ra như trên, các cá nhân có thể nhìn thấy khi nào thì thị trường đắt hay rẻ và có thể tránh bị mắc kẹt trong các đợt bong bóng. Tuy nhiên, các phạm vi này cũng có thể đóng vai trò như một tài liệu hướng dẫn cho các chính phủ trong việc kiểm soát bong bóng và bùng nổ tài sản. Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ chuyển sang những gì mà các chính phủ có thể làm được, cả trong việc kiểm soát sự phát triển của bong bóng và hạn chế tác động của các đợt bùng nổ đối với nền kinh tế.

---

[84]. Tham khảo “Mean reversion across national stock markets and parametric contrarian investment strategies” của R. Balvers, Y. Wu và E. Gilliland, Journal of Finance , số 55, trang 745–72, năm 2000. Tham khảo “Mean reversion in stock prices” của Campbell và Shiller, Journal of Financial Economics , số 22, năm 1988, trang 27–59.

[85]. Tham khảo Sự hồ hởi phi lý trí (Irrational Exuberance) của Robert Shiller, Princeton University Press, năm 2000.

[86] . Thật sự là cổ phiếu Mỹ đã không giảm giá quá nhiều trong suốt cuộc suy thoái năm 1990 nhưng đã cho thấy nó không hướng về một khuôn mẫu nào cả. Tuy nhiên, do có lạm phát, các cổ phiếu đã giảm giá sàn trong khoảng giữa tháng 8/1987 và tháng 2/1991. Và nhà đầu tư trái phiếu hoặc tiền mặt vẫn có lợi nhuận cao hơn cho đến năm 1993. Lưu ý rằng đôi khi hệ số P/E cũng lớn hơn 20, vì thu nhập đã bị giảm sút bởi suy giảm kinh tế và các nhà đầu tư đang mong chờ một sự hồi phục, ví dụ như thời kỳ 1992-1993 và năm 2003.

[87] . Tham khảo DOW 36000: chiến lược mới để thu lợi từ việc thị trường chứng khoán đi lên (DOW 36000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market) của James K. Glassman và Kevin A. Hassett,Times Books, năm 1999.

[88] . Tham khảo lời giới thiệu trong tác phẩm của John Calverley, Hướng dẫn cơ bản cho nhà đầu tư (Investors Guide to Economic Fundamentals), John Wiley, năm 2003.

[89] . Tham khảo Sách thiên niên kỷ II: 101 năm của lợi nhuận đầu tư (Millennium Book II: 101 Years of Investment Returns) của Elroy Dimson, Paul Marsh và Mike Staunton, Trường Kinh doanh London và ABN AMRO, năm 2001.

[90] . Tham khảo Phần bù rủi ro nào là bình thường? (What risk premium is normal?) của Robert D. Arnott và Peter L. Bernstein, AIMR , tháng 3-4/2002, trang 75–8, đề cập đến một nghiên cứu về vấn đề này.

[91] . Trái phiếu công ty Mỹ (và trái phiếu công ty của nhiều nước khác) được xếp hạng bởi các tổ chức xếp hạng lớn (bao gồm Moodys, Standard and Poors và Fitch). Trái phiếu chính phủ cũng như các tài sản khu vực tư nhân tốt được xếp hạng AAA, sau đó rủi ro tăng theo từng nấc AA, A, đến BBB–, tất cả được xem là “xếp hạng đầu tư” (investment grade).Từ BB+ xuống đến B được xem là “xếp hạng đầu cơ” (speculative grade).

[92]. Standard & Poors, Rating Performance 2001 , tháng 2/2002.

[93]. Tôi đã bỏ qua thiệt hại về lãi suất nếu trái phiếu vỡ nợ sớm trong khoảng thời gian 10 năm. Nếu chúng ta lấy ví dụ cực đoan là khi 5,3% tích lũy vỡ nợ diễn ra vào một ngày sau khi mua vào, thì thiệt hại về lãi suất sẽ làm giảm lợi nhuận, với mức chênh lệch phụ thuộc vào mức lãi suất chung. Với mức lãi suất 6%, mức thiệt hại sẽ tăng thêm 2,4%.

[94]. Tham khảo Phần bù rủi ro vốn đầu tư: Một câu đố (The equity risk premium: A puzzle) của R. Mehra và E. C. Prescott, Journal of Monetary Economics, số 15, năm 1985, trang 145–61.

[95]. Đó là phần thu nhập gia tăng mà bạn có thể mong đợi từ mối tương quan giữa lãi suất thị trường và lãi suất phi rủi ro.

[96]. Chúng ta khó đánh giá về thông tin nhà ở hơn là dữ liệu về cổ phiếu. Trên nguyên tắc, người ta tin rằng nhà ở sẽ bị khấu hao khoảng 1%–2% mỗi năm. Trong một chừng mực nào đó, chi phí khấu hao mà tôi đã đề cập là chi phí hàng năm khi phải tân trang nội thất của ngôi nhà. Nhưng ở nhiều nước, các tòa nhà cũ bị giảm giá chỉ vì chúng đã cũ. Tất nhiên, ở châu Âu lại thường diễn ra điều ngược lại. Một khó khăn khác là chỉ số giá nhà có thể làm cân bằng sự tân trang về chất lượng ngôi nhà theo thời gian đến mức nào, ví dụ như cung cấp hệ thống sưởi hay hệ thống điều hòa không khí trung tâm, điều này đã làm tình trạng lộn xộn hơn.

11. CÁC PHƯƠNG PHÁP TIẾP CẬN CHÍNH SÁCH MỚI

Luận điểm trung tâm của quyển sách này là các bong bóng kinh tế và các đợt vỡ tung trong giá cả tài sản đã thống trị nền kinh tế. Chỉ là một luận điểm gây tranh luận hồi năm 2004, quan điểm này giờ đây đã được chấp nhận một cách rộng rãi. Liệu các chính phủ có thể làm những gì? Liệu họ có nên cố gắng ngăn chặn bong bóng phát triển không hay họ sẽ có nguy cơ làm cho vấn đề tồi tệ hơn? Và họ sẽ phải làm gì khi các bong bóng nổ tung, còn tăng trưởng kinh tế và sự ổn định tài chính thì bị đe dọa?

Trong một vài thập kỷ gần đây, chính sách kinh tế vĩ mô tốt đẹp đã được hiểu là để kiểm soát thâm hụt ngân sách trong khi chính phủ sử dụng chính sách lãi suất để đáp ứng mục tiêu lạm phát. Trong suốt xu hướng tăng trưởng của thập niên 1990, chính phủ Mỹ đã làm tốt việc đưa ngân sách chuyển sang thặng dư và làm giảm nợ chính phủ. Đồng thời, Fed đã tập trung vào việc kiểm soát lạm phát, khi đó vẫn đang ở mức thấp. Tuy nhiên, các chính sách này đã không thể ngăn chặn sự xuất hiện của bong bóng thị trường chứng khoán, với tất cả các hậu quả mà chúng ta đã thấy. Trong thập niên 2000, thâm hụt ngân sách của Mỹ đã giảm xuống còn 1% GDP vào năm 2007, trong khi tỷ lệ lạm phát cốt lõi chỉ hơi cao hơn phạm vi thoải mái của Fed từ 1% đến 2%. Một lần nữa, các cấp chính quyền có thể khẳng định rằng họ đang thực hiện một công việc hợp lý, dựa trên phương pháp tiếp cận chính sách truyền thống. Tuy nhiên, họ đã cho phép một bong bóng nhà ở quá lớn được phát triển để kích hoạt một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, một sự thiệt hại về kinh tế, và giờ đây có thể đang mang đến một trong những cuộc khủng hoảng kinh tế tồi tệ nhất trong vòng 60 năm qua.

Ở Anh, hiệu quả của ngân sách trong thập niên 1990 đã tốt hơn nhiều so với gần đây. Khoảng giữa năm 2000 và 2007, cho dù có cuộc

bùng nổ kinh tế, chính phủ Anh vẫn đã cho phép thâm hụt ngân sách lên đến 3% GDP. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Anh đã được tán dương nhiều vì đã ngăn chặn được suy thoái trong suốt giai đoạn 2001-2003 và giữ cho lạm phát gần mục tiêu. Nhưng một lần nữa, một bong bóng nhà ở khổng lồ đã phát triển, và khi nó nổ tung đã gây ra một cuộc suy thoái rất nghiêm trọng. Mô hình tăng trưởng tốt và lạm phát thấp, ổn định - thường được gọi là thời kỳ ôn hòa vĩ đại (Great Moderation) - kết hợp với một bong bóng tài sản nguy hiểm đã được ghi nhận ở toàn bộ các quốc gia khác trong những năm gần đây, từ Iceland sang Tây Ban Nha, từ Estonia đến Úc. Chắc chắn là có một điều gì đó thiếu sót trong cách tiếp cận chính sách truyền thống?

LIỆU CHÍNH PHỦ CÓ NÊN HÀNH ĐỘNG?

Một quan điểm về bong bóng giá cả tài sản, nhận được sự ủng hộ mạnh mẽ từ nhiều nhà kinh tế học về thị trường tự do, là chính phủ không nên làm gì cả. Các bong bóng kinh tế và sự phá sản là một đặc tính thông thường của nền kinh tế thị trường và mọi người cần phải tìm hiểu điều đó. Thà là bị phá sản có mức độ định kỳ còn hơn là sử dụng các chính sách tiền tệ hoặc các chính sách khác để ngăn chặn nó và sau đó phải đối mặt với sự sụp đổ lớn hơn. Có thể một sự phá sản sẽ dẫn đến một cuộc suy thoái, nhưng điều đó sẽ không kéo dài mãi mãi và sau đó các nhà đầu tư sẽ thận trọng hơn để không mắc phải sai lầm đó một lần nữa, ít nhất là trong một thời gian.

Theo quan điểm này, điều quan trọng là chính phủ phải ngăn chặn, hay ít nhất là hạn chế, “sự không ổn định về tài chính” theo sau một đợt giảm giá tài sản. Hình thức bấp bênh về tài chính gây ấn tượng nhất xảy ra khi một ngân hàng lớn bị phá sản, kích hoạt một đợt rút tiền hàng loạt ở các ngân hàng khác khi những người gửi tiền cố gắng rút tiền ra. Trong quá khứ, việc này đã thường xuyên gây ra khủng hoảng kinh tế do liên quan đến sự mất niềm tin. Nhưng dù có hoặc không có các vụ sụp đổ được đăng trên trang nhất của các tờ báo thì sự không ổn định

về tài chính cũng có thể xuất hiện dưới hình thức một đợt tấn công vào tín dụng của các ngân hàng, được gọi là một sự co hẹp tín dụng (credit crunch). Khi đối mặt với các lo ngại về các khoản nợ xấu hiện hữu và quan tâm về triển vọng kinh tế, các ngân hàng trở nên rất miễn cưỡng đối với việc cho vay.

Vì vậy, theo quan điểm này, nếu giá chứng khoán hoặc nhà ở giảm một cách đột ngột nhưng các ngân hàng không bị ảnh hưởng nghiêm trọng thì không cần phải lo lắng quá nhiều. Có thể có các tác động lên sự thịnh vượng của nền kinh tế, nhưng những điều này có thể bị kháng cự bởi lãi suất thấp hơn và chính sách tài khóa dễ dàng hơn. Và nếu các ngân hàng đang bị đe dọa bởi tổn thất phát sinh từ việc giá tài sản vỡ nợ, thì câu trả lời là phải đảm bảo rằng hệ thống có đủ tính thanh khoản để ngăn chặn tình trạng hỗn loạn và sau đó là giải quyết từng trường hợp cụ thể của các ngân hàng bị ảnh hưởng. Nói chung, nếu một ngân hàng đã bị lỗ vượt qua vốn chủ sở hữu của họ, thì sẽ phải đóng cửa hoặc bị mua lại bởi một ngân hàng khác, hoặc chính phủ. Có thể có một sự suy giảm về kinh tế nhưng nó sẽ qua đi khá nhanh.

Vậy còn thiệt hại ở các định chế tài chính khác thì sao? Tàn dư của bong bóng cổ phiếu những năm 1990 vẫn còn hiện hữu chủ yếu là trong các công ty bảo hiểm và các quỹ hưu trí, hơn là ở các ngân hàng. Thiệt hại của thị trường có thể tác động lên sự giàu có của nền kinh tế, nhưng chúng không có vẻ gì là sẽ đe dọa đến toàn bộ hệ thống. Ví dụ như thiệt hại giữa các công ty bảo hiểm (khi xuất hiện vào năm 2002 tại Anh và Châu Âu) đã dẫn đến việc chi trả thấp hơn cho các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ hoặc các khoản hưu trí. Nếu tiền trợ cấp của một người giảm 10%-20% hoặc nhiều hơn, thì đó là một tin tức rất xấu đối với họ, nhưng không phải là một cuộc khủng hoảng nói chung. Ngược lại, các ngân hàng được phép phá sản có thể đe dọa toàn bộ hệ thống thanh toán vì ai cũng cố gắng rút tiền ra cùng một lúc và thế là hệ thống sụp đổ. Nếu bản thân các công ty bảo hiểm đang bị đe dọa phá sản vì có các khoản nợ cố định, thì chính phủ có thể đảm bảo rằng chúng sẽ được

điều chỉnh cơ cấu vốn – có thể là được một công ty khác mua lại. Thông thường, một công ty bảo hiểm đi đến bờ phá sản không đe dọa đến cùng các vấn đề mang tính hệ thống như là một ngân hàng lớn, nhưng nếu điều đó xảy ra, như AIG tại Mỹ vào tháng Chín 2008, nó cũng có thể được giải cứu.

Về nguyên tắc, cách tiếp cận các bong bóng kinh tế theo trường phái tự do kinh doanh (laissez-faire) như trên rất hấp dẫn. Các nỗ lực của chính phủ để kiểm soát mọi việc thường kết thúc trong một mớ hỗn độn các quan điểm chính trị theo nhóm, tình trạng méo mó của nền kinh tế và thường xuyên là tình trạng tham nhũng. Tuy nhiên lại có một số điểm trái ngược nghiêm trọng trong thực tiễn. Trước tiên, các ngân hàng trung ương đã tham gia hoàn toàn vào giá cả tài sản do có vai trò trong việc thiết lập lãi suất. Thực vậy, như chúng ta đã thấy, lãi suất thường là một phần của vấn đề trong việc cho phép hoặc khuyến khích các bong bóng phát triển. Đôi khi các nhà đầu tư có vẻ thoải mái tin tưởng rằng chính sách lãi suất trên thực tế đã phản ánh lại giá tài sản, nhưng đó chỉ là khi giá giảm. Kỳ vọng này ("quyền chọn Greenspan", như chúng ta đã thấy trong Chương 3) có thể có xu hướng khuyến khích giá cả tài sản tăng cao hơn là ngược lại, nghĩa là đe dọa một sự sụt giảm lớn hơn. [97]

Thứ hai, bong bóng thường không phát triển mà không bao hàm tình trạng cho vay quá mức, thường là bởi các ngân hàng. Tuy nhiên, chính phủ điều hành và giám sát các ngân hàng một cách bao quát, do đó họ cần phải tính đến giá tài sản trong quy trình này, đặc biệt là vì một đợt phá sản trong giá tài sản có thể đe dọa đến tính thanh khoản của các ngân hàng. Trên khắp thế giới, khi các ngân hàng sụp đổ trên quy mô đủ lớn, đe dọa hệ thống hoặc xóa sạch tiền tiết kiệm của một số đông thì chính phủ các nước gần như cuối cùng luôn lấy tiền thuế của người dân để tái cơ cấu các ngân hàng đó. Vì vậy, các bong bóng có thể khiến tiêu tốn chi phí về tài chính.

Thứ ba, các chính phủ còn có trách nhiệm đối với các chính sách trợ

cấp và hưu bổng. Họ cần phải đưa ra các quyết định về hứa hẹn tiền trợ cấp của bang là bao nhiêu và thuế được giảm trên các khoản đóng góp trợ cấp là như thế nào, để tránh đánh thuế thu nhập hai lần. Cuối cùng các chính phủ có thể cũng sẽ phải đưa tiền thuế của dân vào, nếu có quá nhiều các chương trình trợ cấp doanh nghiệp bị thất bại.

Cuối cùng, và có lẽ là quan trọng nhất, khi bong bóng dẫn đến sự phát triển vượt bậc và vỡ nợ, thì kết quả bất ổn về kinh tế và tài chính có thể rất tai hại. Nền kinh tế có thể phải đối mặt với một cuộc suy thoái nghiêm trọng và nguy cơ của một cuộc khủng hoảng nợ, hoặc là một cuộc chiến chống lạm phát nếu có một cố gắng đẩy mạnh nền kinh tế quá nhiệt tình.

Khi quyển sách trước của tôi (Bubbles and How to Survive Them) được xuất bản vào năm 2004, nhiều người vẫn còn nghi ngờ các luận cứ này. Với các sự kiện trong hai năm qua, các quan điểm này đang thay đổi và mọi người đang tự vấn liệu có các biện pháp chính sách nào để ngăn chặn các bong bóng tài sản trong tương lai. Nhưng những người hay hoài nghi đã nêu ra thêm hai vấn đề khác nữa. Làm thế nào mà các ngân hàng trung ương có thể giải quyết vấn đề giá cả tài sản cũng như hoàn thành nhiệm vụ quan trọng nhất của họ là hạn chế lạm phát giá tiêu dùng? Và làm thế nào các chính phủ có thể biết rõ hơn các thị trường về việc liệu các tài sản có được định giá hợp lý hay không?

GIÁ TÀI SẢN VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Để hiểu rõ chính sách truyền thống, chúng ta cần phải quay lại nguồn gốc của cuộc khủng hoảng lạm phát trong thập niên 1970. Tại thời điểm đó, chính sách vẫn hướng về quan điểm được đồng thuận của Keynes sau chiến tranh là chính sách tiền tệ và tài khóa năng động nên tập trung chủ yếu vào việc ngăn chặn tỷ lệ thất nghiệp cao. Tuy nhiên, lạm phát đã dần tăng nhanh và một cuộc tranh luận về chính sách lớn đã được mở ra giữa “những người theo trường phái Keynes” với “những người trọng tiền”. Giải pháp ban đầu của những người theo trường phái Keynes là đánh bại lạm phát bằng các chính sách thu nhập, và không

thay đổi gì đối với phần còn lại trong cách tiếp cận. Tuy nhiên, các chính sách về thu nhập đã thất bại tồi tệ ở hầu hết các quốc gia và đã phải bị loại bỏ. Dần dần, những người theo trường phái Keynes cũ đã phải nhường bước cho giải pháp chính thống hiện nay, theo đó mức độ thất nghiệp được xác định bởi các yếu tố về cấu trúc trong dài hạn và tập trung hoàn toàn vào chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát.

Bây giờ chúng ta sẽ đối mặt với một môi trường mới. Trong khi lạm phát thông thường đã dần trở thành một vấn đề nhỏ, thì tính không ổn định của giá tài sản và sự bất ổn về tài chính đã nổi lên thành các vấn đề quan trọng. [98] Tuy nhiên, chính sách truyền thống đã bắt nguồn sâu xa từ việc chống lạm phát chính thức của vài thập kỷ qua, vốn chú ý một cách rất hạn chế đến giá tài sản. Theo quan điểm của tôi, chính sách tiền tệ cần phải được điều chỉnh. Cụ thể là trong tương lai, các ngân hàng trung ương sẽ cần dựa vào đó nhiều hơn để chống lại các bong bóng đang xuất hiện.

Giá tài sản tác động đến lạm phát và tăng trưởng theo nhiều cách khác nhau. Nếu giá tài sản cao và đang tăng thì tăng trưởng kinh tế có khả năng được hỗ trợ nhiều, cuối cùng sẽ dẫn đến lạm phát cao hơn, khi thị trường lao động trở nên chật hẹp hoặc tỷ lệ sử dụng nguồn lực đặc biệt tăng cao. Do vậy, có một trường hợp rõ ràng rằng lãi suất sẽ cao hơn khi giá tài sản đang tăng cao và nền kinh tế đang mạnh, mặc dù lạm phát hiện tại được kiểm soát tốt. Tương tự, nếu giá tài sản đang giảm và nền kinh tế yếu đi, thì việc cắt giảm lãi suất là thuốc giải tốt nhất cho cả hai, và giá tài sản phục hồi sẽ giúp củng cố sự phục hồi kinh tế và ngược lại. Như vậy, trong những trường hợp này không có mâu thuẫn giữa chính sách tiền tệ nhằm quản lý lạm phát và chính sách nhằm kiểm soát giá cả tài sản.

Tuy nhiên, chúng ta cần làm gì khi lạm phát đang đạt đến hoặc thấp hơn mục tiêu và nền kinh tế tương đối yếu hoặc đang phát triển tốt, trong khi giá tài sản đang tăng mạnh? Chính sách truyền thống cho thấy rằng ngân hàng trung ương nên bỏ qua giá tài sản vì lãi suất tăng cao có

thể làm tổn hại nền kinh tế. Đây là tình trạng của nền kinh tế Mỹ trong phần lớn thập niên 1990 và một lần nữa trong giai đoạn 2003-2007.

Trong thập niên 1990, Fed gần như chắc chắn giữ lãi suất ở mức thấp. Người ta rất dễ chỉ trích khi sự đã rồi, nhưng quả thật ngay tại thời điểm đó, tôi và nhiều nhà bình luận khác cũng đã lập luận như vậy. Sự kết hợp của một nền kinh tế mạnh và giá cổ phiếu trên mây chắc chắn đã chỉ ra sự cần thiết phải có một lập trường hạn chế và thắt chặt hơn. [99] Hơn nữa, xu hướng tăng trưởng rõ ràng của nền kinh tế, từ khoảng 2,5% lên đến 3,5% hàng năm, cũng đã cho ra ý kiến như vậy vì đã ngụ ý rằng lãi suất “trung bình” nên cao hơn.

Các phương pháp tiếp cận chính sách mới



Nguồn: Thomson Datastream

Một cách đơn giản để đánh giá quan điểm của chính sách là loại trừ sự tăng trưởng GDP danh nghĩa (bao gồm cả tăng trưởng và lạm phát thực sự) ra khỏi lãi suất liên ngân hàng (xem Biểu đồ 11.1). Khi lãi suất này thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa, chúng ta có thể nói rằng chính sách đang được nới lỏng, còn khi nó cao hơn thì nghĩa là chính sách đang được thắt chặt. Nhìn chung, chính sách của Fed trong những năm 1990 thường nới lỏng hơn trong thập niên 1980. Chúng ta cũng có thể thấy rằng chính sách trong suốt thời kỳ 2001-2005 đã rất nới lỏng trong thời gian dài. Chúng ta hãy xem lại chính sách của Fed trong giai đoạn 1997-1999 và 2004-2006, khi người ta cho rằng đã xuất

hiện những sai lầm.

Chính sách kích thích quá đáng của Fed vào cuối thập niên 1990 phần nào là phản ứng của họ trước hai cú sốc. Cú sốc thứ nhất là việc quỹ đầu tư Long Term Capital Management (LTCM) gần như phá sản theo sau vụ mất khả năng trả nợ của Liên bang Nga vào mùa thu năm 1998. Sự kiện này dẫn đến việc các trái phiếu bị bán ra với quy mô lớn và sự hỗn loạn trong các thị trường tài chính đe dọa làm tổn hại nền kinh tế, vì vậy Fed đã khá đúng khi phản hồi một cách nhanh chóng. Tuy nhiên, sau đó nó lại chậm thắt chặt chính sách tiền tệ một lần nữa vào năm 1999, có vẻ như vì lo ngại một cú sốc từ Lỗi Thiên niên kỷ (sự cố Y2K) vào cuối năm. Sai sót này khuyến khích bong bóng chứng khoán lại được thổi phồng, với chỉ số S&P 500 tăng từ 1.000 điểm sau cuộc khủng hoảng vào mùa thu năm 1998 lên đến hơn 1.500 điểm chỉ trong 15 tháng và chỉ số NASDAQ thậm chí còn tăng cao hơn.

Chúng ta đã thảo luận về lãi suất quá thấp trong giai đoạn 2003-2005 và tốc độ tăng trưởng chậm trong Chương 4. Một phần là do Fed đã tập trung vào những vụ hỗn loạn gây ra bởi các cuộc tấn công khủng bố ngày 11/9 và các cuộc chiến tranh sau đó ở Afghanistan và Iraq. Một phần là do chính phủ rất miễn cưỡng, lo rằng tăng lãi suất quá nhanh sẽ làm mất ổn định thị trường, như đã xảy ra trong thời kỳ thắt chặt tiền tệ năm 1987 và 1994. Nhưng chủ yếu là nó đã tập trung vào thực tế rằng tăng trưởng kinh tế còn khiêm tốn, và đặc biệt là lạm phát vẫn ở mức thấp.

Vấn đề "tiến thoái lưỡng nan" của các ngân hàng trung ương là nếu bong bóng phát triển và sau đó nổ tung thì nó có thể dẫn đến một cuộc suy thoái nghiêm trọng, làm cho họ rất có khả năng sẽ không đạt mục tiêu lạm phát trong khoảng thời gian từ hai đến ba năm. Nhưng nếu họ tăng lãi suất để ngăn cản sự tăng trưởng của bong bóng, trừ phi nền kinh tế đủ mạnh, bằng không họ có thể dập tắt bong bóng và cuối cùng sẽ kích hoạt vấn đề ban đầu mà họ đang cố gắng ngăn chặn. Và tất nhiên, nếu nền kinh tế thực sự mạnh mẽ, lúc đầu lãi suất cao hơn có thể

ít tác động đến bong bóng, cho đến khi đột nhiên các kỳ vọng thay đổi một cách rõ ràng. Việc làm xì hơi bong bóng từng bước một luôn là một việc rất khó khăn.

Các quan chức ngân hàng trung ương đã phải khổ sở do tình trạng tiến thoái lưỡng nan này, và một số người cho rằng cần thiết phải chống lại bong bóng một cách mạnh mẽ hơn những gì mà ông Greenspan đã từng cố gắng làm, cả trong lĩnh vực chứng khoán lẫn lĩnh vực nhà ở. Đôi khi lập luận này đã được diễn tả một cách khéo léo theo quan niệm chính thống, theo đó nhu cầu không chỉ hướng tới mục tiêu lạm phát trong một hoặc hai năm tới, mà là trong một cái nhìn dài hạn hơn. [100] Tính linh hoạt này là một bước đi đúng hướng, mặc dù nó vẫn đặt ra các câu hỏi về việc chính xác thì lãi suất đúng là bao nhiêu và các ngân hàng trung ương nên giải thích lý do muốn tăng lãi suất khi lạm phát vẫn còn ở mức thấp như thế nào. Nó cũng gây ra băn khoăn về sự cân bằng của "các quy tắc và sự thận trọng" đối với chính sách tiền tệ. Các quy tắc rất đơn giản, ví dụ như "mục tiêu 2% lạm phát trong vòng 24 tháng", hấp dẫn hơn nhiều so với các phương pháp tiếp cận mơ hồ, và có mâu thuẫn tiềm ẩn, dài hạn hơn.

Có một phương pháp để giữ cách tiếp cận được quy định chặt chẽ là đưa giá tài sản vào thước đo lạm phát mục tiêu. [101] Về nguyên tắc, điều này sẽ loại bỏ mâu thuẫn bằng cách đưa cho các ngân hàng trung ương một mục tiêu để đạt tới bằng một trong những công cụ có sẵn là lãi suất. Tuy nhiên, rất khó để biết được nó bao gồm tài sản nào và tỷ lệ là bao nhiêu. Hơn nữa, cách hoạt động của giá tài sản có thể khác nhau về cơ bản so với biểu hiện của giá cả tiêu dùng, đặc biệt là trong suốt các giai đoạn bong bóng. Do đó, ý tưởng này chưa bao giờ thu hút được nhiều sự chú ý.

CÁC CẢNH BÁO VỀ BONG BÓNG

Trong khi nhiều quan chức ngân hàng trung ương đang thận trọng trong việc nhắm đến giá tài sản thì một số người khác lại khiếp sợ cả

trong việc chú ý đến các bong bóng. Họ lo sợ rằng một ngày kia các thị trường sẽ có những đợt bán ra mạnh và họ không muốn khuyến khích điều đó, cả với vai trò một ủy ban hay vai trò cá nhân. Thay vào đó, họ có khuynh hướng cầu nguyện, hi vọng rằng có lẽ thị trường biết được điều gì đó mà họ không biết, hoặc rằng bong bóng sẽ nhẹ nhàng xì hơi như thường gọi là "hạ cánh an toàn" hiếm có.

Một lần nữa ở đây lại xuất hiện những điều tôi xem là một sự chỉ trích có lý về cách tiếp cận bong bóng của Chủ tịch Fed Greenspan. Sau bài nói chuyện về "sự hồ hởi phi lý trí" (irrational exuberance) vào năm 1996, khi chỉ số S&P 500 đứng ở mức 650 điểm, ông ấy đã bỏ qua vấn đề này ngay cả khi giá chứng khoán vọt lên đến 1.500 điểm. Có thể ông ấy sợ sẽ làm nổ tung bong bóng, mặc dù các bài nói chuyện của ông trước đó và từ lúc đó đã nhấn mạnh nhiều hơn vào vấn đề biết được khi nào thì thị trường ở vào giai đoạn bong bóng. Ông Greenspan không bao giờ cảnh báo về bong bóng nhà đất trên quy mô quốc gia, có vẻ như tin rằng nó đã được kiềm hãm ở một vài khu vực.

Tất nhiên, các cảnh báo có thể không tác động nhiều. Chắc chắn là cảnh báo của ông Greenspan năm 1996 cũng vậy. Và cảnh báo được lặp lại nhiều lần của Ngân hàng Dự trữ Úc về bong bóng giá cả nhà đất năm 2002-2003 dường như cũng chỉ có tác động hạn chế. Có vẻ như các cảnh báo cần phải được hỗ trợ bằng những thay đổi về lãi suất hoặc các biện pháp chính sách khác. Vào cuối năm 2003 và đầu năm 2004, khi sức mạnh của nền kinh tế Úc khiến Ngân hàng Dự trữ tăng lãi suất thì sự kết hợp của các cảnh báo và lãi suất cao hơn đã làm dịu thị trường nhà ở. Ngân hàng Trung ương Anh cũng đã cảnh báo một cách mạnh mẽ vào giữa năm 2004, và cùng với sự tăng trưởng lãi suất, giá nhà ở cũng đã chựng lại trong một thời gian. Nhưng ở cả hai quốc gia, giá nhà lại hồi phục một lần nữa trong giai đoạn 2006-2007, đạt đến các mức giá cao mới.

Cũng như việc kiểm soát lạm phát, các ngân hàng trung ương cũng thường xuyên chịu trách nhiệm về sự ổn định tài chính tổng thể, đôi khi

được gọi là sự ổn định vĩ mô hoặc sự giám sát vĩ mô để phân biệt khỏi vai trò riêng biệt của việc giám sát các định chế riêng biệt. Một lần nữa, những người chịu trách nhiệm về sự ổn định tài chính có thể rất miễn cưỡng thu hút sự chú ý tới các bong bóng. Hy vọng rằng phía sau hậu trường, họ có thể tác động đến các ngân hàng để làm chậm tín dụng. Chúng ta sẽ quay trở lại điểm này dưới đây. Nhưng các nhà đầu tư cũng không thể mong đợi được nghe những lời cảnh báo từ nguồn này.

Trong những năm gần đây, hầu hết các nước đã tách việc kiểm soát và giám sát tài chính ra khỏi chức năng của ngân hàng trung ương. Và xu hướng ngày càng tăng này là để đưa nhiệm vụ giám sát và điều hành tất cả các định chế tài chính như các ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty môi giới và nhiều tổ chức khác vào một định chế, chẳng hạn như Cơ quan Dịch vụ tài chính (Financial Services Authority - FSA) tại Anh. Tất nhiên FSA có nghiên cứu sâu về việc liệu bong bóng có đang phát triển không, vì các bong bóng có thể làm tổn hại các định chế mà tổ chức này đang kiểm soát. Nhưng một lần nữa, nếu một bong bóng đã quá lớn, các nhà điều hành lại lo sợ là có "báo động nhầm" quá lớn, trong trường hợp đó sẽ thúc đẩy một cuộc khủng hoảng.

Thậm chí các chính phủ còn ít quan tâm đến các nguy cơ của bong bóng tài sản. Các cử tri nhìn chung thường thích các đợt bong bóng. Nhiều người hưởng lợi từ các tình huống này, dù cho nhiều khoản lợi nhuận chỉ là trên giấy và đã biến mất sau đó. Thật sự là đôi khi người ta oán giận vận may bất ngờ giúp giàu có một cách nhanh chóng của các nhà đầu tư sớm và các nhà đầu cơ lớn, nhưng cảm giác sợ hãi chống lại các nhà đầu cơ và các thị trường hầu như luôn xảy ra sau khi một bong bóng đã vỡ, không phải là trước đó. Các bong bóng nhà ở cũng có các đối thủ của nó, vì những người trẻ tuổi có thể không đủ tiền tham gia thị trường, còn người nghèo hơn thì lại bỏ lỡ lợi nhuận. Nhưng nói chung, các chính khách dễ dàng thắng lợi hơn trong các cuộc bầu cử trong suốt thời kỳ bong bóng, vì người dân cảm thấy giàu có và nền kinh tế đang phát triển tốt.

Việc thảo luận về các vấn đề khó khăn đang ảnh hưởng tới các cơ quan ổn định tiền tệ và tài chính dẫn đến ba kết luận. Thứ nhất, sẽ là tốt hơn nếu chúng ta có thể xác định các bất ổn của thị trường tài sản sớm, trước khi chúng phát triển thành các bong bóng lớn. Thứ hai, sự nhận diện này có thể cần phải được thực hiện bởi các chuyên gia độc lập vì ngân hàng trung ương, các nhà hoạch định chính sách và các bộ trưởng, chưa nói đến những người trong ngành, rất miễn cưỡng trong việc chỉ ra các bong bóng. Thứ ba, chúng ta cần phải tìm các công cụ khác để kiểm soát bong bóng hơn là chỉ hoàn toàn dựa vào lãi suất, vì các mục tiêu của chính sách tiền tệ thường mâu thuẫn.

ỦY BAN ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN

Để thảo luận về hai điểm đầu tiên, trong năm 2002, tôi đã đề nghị thiết lập một Ủy ban Định giá Tài sản (Asset Valuation Committee – AVC). [102] Mục đích là để thiết lập một nhóm chuyên gia tài chính có kinh nghiệm cùng nghiên cứu các xu hướng cơ bản của giá chứng khoán và bất động sản và xác định giới hạn giá hợp lý trong dài hạn. Ủy ban có thể bao gồm một kết hợp các viên chức ngân hàng trung ương, các nhà học thuật và các chuyên gia tài chính. Nếu và chỉ khi xác định giá tài sản đã vượt ra khỏi các phạm vi hợp lý, Ủy ban này có thể đưa ra các cảnh báo công khai cho các nhà đầu tư, những người cho vay và các nhà hoạch định chính sách. Nó có thể sử dụng một hệ thống cảnh báo màu hổ phách hoặc màu đỏ, hoặc tốt hơn nữa là một thang chia độ để cảnh báo rủi ro. Trong năm 2003, một ý kiến tương tự đã được đưa ra, đề xuất một ủy ban sẽ thường xuyên công bố một "thang điểm đầu cơ" (speculometer), một thước đo về mức độ đầu cơ trong thị trường. [103]

Tôi đề nghị rằng AVC nên là một phần độc lập của ngân hàng trung ương, thay vì giống như FOMC của Mỹ hoặc Ủy ban Chính sách Tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Anh. Nhưng một số người tranh luận rằng các ủy ban như vậy sẽ tốt hơn nếu nó hoàn toàn nằm bên ngoài chính phủ. Một mô hình hợp lý khác là Ủy ban Kiểm soát Thị trường mở [104]

(Shadow Open Market Committee), gồm một nhóm các nhà kinh tế học tiền tệ ở Mỹ đã đưa ra các đề xuất cho lãi suất, trên thực tế là theo dõi hoạt động của FOMC. Các ủy ban tương tự cũng tồn tại ở châu Âu và Canada để kiểm soát các ngân hàng trung ương nước đó. Tuy nhiên, tôi nghi ngờ rằng một ủy ban chính thức, tách biệt khỏi việc ban hành các chính sách tiền tệ, nhưng vẫn thuộc ngân hàng trung ương, sẽ có nhiều tác động hơn nữa lên các kỳ vọng của thị trường.

Các định giá quá mức thường chỉ được công nhận rộng rãi khi chúng đã đạt đến tỷ lệ nguy hiểm. Có thể khi đó đã quá trễ để kích nổ các bong bóng mà không gây tai họa lớn. Một ủy ban độc lập hoàn toàn tập trung vào vấn đề định giá sẽ có thể đưa ra các cảnh báo đúng lúc, ngay từ đầu. Điều này sẽ giúp cho cả chính quyền lẫn các nhà đầu tư có nhiều thời gian hơn để phản ứng.

Tại Anh, FSA đã công khai bày tỏ quan điểm rằng họ không có trách nhiệm phải dự báo hướng đi của giá nhà. Tuy nhiên, trên thực tế trong giai đoạn bùng nổ nhà đất, ủy ban này đã góp ý mạnh mẽ rằng họ đã lo lắng và cố gắng cảnh báo các ngân hàng về sự nguy hiểm của việc cho vay quá mức. Một AVC rõ ràng sẽ hỗ trợ tốt cho cách tiếp cận này.

Một số độc giả sẽ cười nhạo ý tưởng về một ủy ban các chuyên gia sẽ đưa ra các lời cảnh báo về việc định giá tài sản. Thật dễ dàng thấy rằng lời cảnh báo của một ủy ban về bong bóng thị trường chứng khoán từ năm 1997 trở đi sẽ đánh mất mọi sự tin tưởng vào năm 2000. Thật vậy, những người tham gia thị trường sẽ bắt đầu xem những lời cảnh báo này là một chỉ báo để hành động ngược lại! Nhưng một vài năm sau đó, khi thị trường giảm sút, danh tiếng của họ chắc chắn sẽ còn cao hơn. Có thể nhiều người đã bỏ qua lời cảnh báo của ủy ban về giá nhà, đặc biệt là khi giá nhà tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên, ít nhất thì ủy ban đã có thể kiềm chế bong bóng bằng cách khuyên can một số người mua tiềm năng và cũng có thể làm nản lòng một số người để họ không đầu cơ quá mức. Tuy nhiên có lẽ tác động chỉ là hạn chế, trừ khi nó thực sự có sức mạnh. Chúng ta sẽ quay trở lại vấn đề này trong giây lát.

Liệu có thực tế không khi nghĩ rằng một ủy ban có thể đồng ý về thời điểm đưa ra cảnh báo? Các nhà học thuật về tài chính độc lập thường không đồng ý với nhau về các đánh giá. Ví dụ như liệu giờ đây thị trường chứng khoán Mỹ nên giao dịch với hệ số P/E dài hạn trung bình là 15 lần hay là ở một hệ số đặc biệt cao hơn, vốn được chứng minh bởi tiềm năng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và lạm phát thấp? Vào cuối thập niên 1990 đã có rất nhiều chuyên gia tài chính tìm được cách chứng minh các định giá cao của cổ phiếu. Và trong những năm gần đây có nhiều nhà nghiên cứu đáng kính đã đưa ra các lý do để nhà ở được định giá cao.

Trong chương trước, tôi đã lập luận rằng có những nền móng cơ bản cho việc định giá và nó có thể chỉ ra các rủi ro nếu một thị trường đang bước vào thời kỳ bong bóng. Nếu chúng ta lấy phạm vi hệ số P/E cho các cổ phiếu mà tôi đã đề nghị là từ 10 đến 20, thì nó đã hoạt động như thế nào trong đợt bong bóng chứng khoán thập niên 1990? Một cảnh báo màu hổ phách sẽ được công bố khi hệ số của thị trường Mỹ vượt quá 20 lần thu nhập, như đã xảy ra vào cuối năm 1996, đúng vào thời điểm Alan Greenspan cảnh báo về "sự hồ hởi phi lý trí". Và lời cảnh báo màu đỏ sẽ xuất hiện nếu hệ số thị trường vượt quá 25 lần vào đầu năm 1998 (một cấp độ thị trường chưa từng diễn ra trước đó). Cảnh báo màu hổ phách sẽ có khi chỉ số S&P 500 là 700 điểm, trong khi cảnh báo màu đỏ sẽ xuất hiện khi chỉ số này là 1.100 điểm.

Nếu các nhà đầu tư lưu ý đến các cảnh báo này thì họ có thể đã ngăn chặn được chỉ số này tăng vọt lên đến đỉnh hơn 1.500 điểm trong năm 2000, trước khi quay lại 800 điểm vào năm 2002. Các thái cực của bong bóng lẽ ra đã được loại trừ. Và các nhà đầu tư cá nhân và các ủy viên của quỹ hưu trí lẽ ra đã nhận được các cảnh báo rõ ràng về "sức khỏe" thị trường. Khi chỉ số quay lại mức 1.100 vào cuối năm 2003, nếu chuyển đổi sang trái phiếu dựa trên cảnh báo màu hổ phách có thể đã mang lại lợi nhuận tốt hơn trong tám năm, trong khi nếu chuyển sang tiền mặt hoặc trái phiếu vào năm 1998 thì có thể sẽ có siêu lợi nhuận.

Chỉ số S&P 500 lại sụt giảm khỏi mức 1.100 một lần nữa vào năm 2008, cho thấy bong bóng vào cuối thập niên 1990 đã thực sự nghiêm trọng như thế nào.

Hay chúng ta thử xem xét các bong bóng trong giá nhà ở. Nếu có, các cảnh báo ở Mỹ vào năm 2004 (màu hổ phách) và đầu năm 2005 (màu đỏ) đã ngăn giá nhà ở tăng lên mức rất đắt đỏ trong giai đoạn 2005-2006 và đã ngăn chặn một đợt bong bóng phát triển. Với thị trường Anh, cảnh báo màu hổ phách cần được đưa ra vào đầu năm 2001 và cảnh báo màu đỏ trong năm 2002, mặc dù cần có các cảnh báo sớm hơn về giá cả tại Luân Đôn.

Có một số phản đối đã được nêu ra đối với đề xuất của Ủy ban Định giá Tài sản. Như đã nêu trên, nhiều người đặt câu hỏi liệu cả ủy ban có bao giờ có cùng ý kiến không, và câu trả lời cho vấn đề này là sẽ theo đa số phiếu. Vấn đề tiếp tục được đặt ra sau đó là ai sẽ được mời tham gia ủy ban và theo quy trình thế nào. Nhưng nếu các thành viên trong ủy ban được chọn nhờ kinh nghiệm và họ thật sự độc lập với các ngân hàng và các nhà môi giới cũng như chính phủ và ngân hàng trung ương, thì tôi không cho rằng họ sẽ là một tập thể khá bảo thủ và sẽ cùng đồng ý nói chung, trên các phạm vi mà tôi đã đề nghị. Và hãy nhớ rằng công việc của họ không phải là dự báo thị trường mà chỉ là cảnh báo về các bất thường của thị trường.

Cho đến nay, ủy ban đã tập trung chủ yếu vào việc làm thế nào để ngăn chặn bong bóng. Nhưng trong vài năm tới, chúng ta có thể phải đối diện với vấn đề trái ngược, là các thị trường quá bi quan. Ở đây AVC cũng có thể đóng một vai trò quan trọng, nếu nó có thể thuyết phục các nhà đầu tư rằng giá thị trường đã rẻ quá mức trong một thời gian dài. Ít nhất là nó có thể giúp các nhà đầu tư dài hạn mua nhiều chứng khoán hơn, chẳng hạn như các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm, và nếu nhà ở tiếp tục ế ẩm thì họ có thể khuyến khích những người mua nhà hoặc các nhà đầu tư bất động sản bước vào thị trường. Trong những năm 2002-2003, một ủy ban kiểu này cũng có thể đưa ra

các lý lẽ hợp lý biện minh cho việc các cấp chính quyền quyết định đình chỉ các yêu cầu thanh khoản của công ty bảo hiểm, vốn đang đe dọa thị trường bằng cách buộc các công ty phải bán thêm nhiều cổ phiếu.

Các nhà đầu tư có xu hướng thể hiện các hành vi bầy đàn (herd-like behaviour). Do đó, ý tưởng về một Ủy ban Định giá Tài sản có thể được xem là cung cấp cho thị trường một nhóm các "tay lão luyện khôn ngoan" để tiết chế sự cuồng nhiệt đổ về một hướng và sau đó là chuyển sang hướng còn lại. Nhưng nó có thể cũng hữu ích trong việc tư vấn cho các cơ quan chính phủ rằng lúc nào thì họ nên nghĩ đến một biện pháp khác để kiểm soát bong bóng. Và điều này có thể là cách để nó có sức mạnh thực sự, như chúng tôi sẽ xem dưới đây.

CÁC BIỆN PHÁP PHI TIỀN TỆ TRONG KIỂM SOÁT BONG BÓNG

Chính phủ cần có những công cụ bên cạnh chính sách tiền tệ, vốn là một công cụ kiềm chế bong bóng không chắc chắn. Chúng ta có nhiều cách tiếp cận về thuế và luật pháp có thể hiệu quả, được biết đến với tên gọi là các chính sách vi mô. [105] Một lĩnh vực để khám phá là liệu thuế có thể được sử dụng để ngăn cản người mua và từ đó giúp ngăn chặn bong bóng phát triển hay không. Ví dụ như việc khấu trừ thuế trên các khoản thế chấp có thể được tính toán lại khi giá tăng cao. Ở Anh, chế độ giảm lãi suất thế chấp đã bị hủy bỏ hoàn toàn từ năm 2000-2001, nhưng ở các quốc gia khác, trong đó có Mỹ, Hà Lan, và Ireland, thì việc khấu trừ thuế trên lãi suất thế chấp vẫn còn được phép đến một mức độ đáng kể. Khấu trừ thuế không hẳn là một nguyên nhân chính gây ra bong bóng bất động sản. Xét cho cùng, nó đã không tồn tại trong bong bóng mới nhất của Anh và giá trị của nó đã được giảm đi ở các nước khác bằng cách giảm thuế suất biên và giảm lãi suất. Nhưng nó đã cung cấp thêm nhiên liệu khi các kỳ vọng bong bóng gia tăng.

Một cách tiếp cận khác nữa là tăng tiền thuế tài sản hoặc tiền thuế trong mỗi giao dịch. Ví dụ như một khoản thuế tài sản hàng năm bổ sung ở mức 0,5% giá trị của một tài sản sẽ khiến giảm giá tài sản theo

một hệ số, vì tiền thuế cộng thêm này phải được thanh toán hàng năm. Việc tăng thuế cho mỗi giao dịch cũng có thể mang lại hiệu quả.

Tiền thuế thu hút đầu tư bất động sản cũng có thể giảm. Tại Úc, tiền khấu hao đã được giảm vào đầu năm 2004 và đã có một cuộc tranh luận sống động về việc liệu tình trạng "khấu hao âm" (negative gearing) có nên dừng lại hay không. Khấu hao âm, vốn bị ngăn cấm ở hầu hết các quốc gia, đã cho phép các nhà đầu tư khai báo chi phí vượt quá lợi tức cho thuê nhà để bù đắp thiệt hại trong thuế thu nhập. Tuy nhiên, những người ủng hộ khấu hao âm lại cho rằng điều đó khuyến khích nguồn cung tài sản cho thuê và giúp giữ giá cho thuê thấp. Chính phủ các nước khác rất hăng hái thúc đẩy thị trường cho thuê tư nhân, do đó, họ có thể không muốn gây trở ngại cho các khoản áp thuế trong lĩnh vực cho thuê bất động sản.

Hơn nữa, việc tăng thuế để kiềm chế bong bóng bất động sản sẽ không bao giờ dễ dàng về mặt chính trị. Tiền thuế cao hơn sẽ không bao giờ được ưa chuộng và nếu chúng nhằm kiềm chế tăng trưởng giá nhà ở thì lại càng không được ưa chuộng. Có lẽ nếu chúng được liên kết một cách rõ ràng với các cắt giảm bù đắp thuế thu nhập thì sẽ được chấp nhận nhiều hơn, nhưng luôn luôn có người thắng và kẻ thua trong các đợt thay đổi lớn về thuế và người thua cuộc luôn có xu hướng kêu ca ầm ĩ.

Một vấn đề khác là nếu mọi người tin rằng giá nhà sẽ tiếp tục tăng, thì dù cho thuế bất động sản cao hơn cũng không thể ngăn họ mua vào. Rõ ràng đó là kinh nghiệm từ nước Anh, nơi mà cả thuế tài sản lẫn thuế theo từng giao dịch đã được đẩy cao một cách đáng kể trong suốt đợt bùng nổ giá nhà nhưng vẫn không khiến giá ngừng tăng. Tất nhiên, giờ đây bong bóng đang nổ tung thì có nguy cơ là giá cả sẽ còn thấp hơn giá hợp lý, do đó, việc cắt giảm các khoản thuế này có thể sẽ hữu ích và phổ biến về mặt chính trị. Vấn đề là giá nhà giảm đang làm cho nền kinh tế yếu đi và khiến ngân sách chính phủ phải chịu sức ép nghiêm trọng, do đó việc cắt giảm bất kỳ loại thuế nào cũng rất khó khăn.

Một số người đã đề xuất rằng việc tính thuế nhà theo mức thuế thu nhập do giá nhà tăng có thể làm hạn chế bong bóng nhà ở. Tại Anh, các thuế này được miễn và tại Mỹ, lợi nhuận cho một cặp vợ chồng dưới mức 500.000 USD thì cũng sẽ được miễn thuế. Không chính phủ nào hăng hái khuyến khích độ dịch chuyển lao động lại muốn đánh thuế trên thu nhập nếu người dân chỉ đơn giản là chuyển nhà, do đó, lợi nhuận thu được trên vốn chỉ có thể được trả nếu người ta bán đi để đến một nơi rẻ hơn. Nhưng rồi thì kết quả sẽ là mọi người ít có xu hướng bán giá thấp. Vậy thì việc đánh thuế trên lợi nhuận từ vốn đầu tư có thể làm cho bong bóng tồi tệ hơn.

KIỀM CHẾ TÍN DỤNG NGÂN HÀNG

Một cách tiếp cận thành công hơn nhiều, đặc biệt là đối với bong bóng bất động sản, là tìm ra cách hạn chế nhanh tín dụng ngân hàng trong suốt thời kỳ bùng nổ. Có hai ý tưởng mà từ lâu đã được thảo luận tại các hội nghị quản lý tài chính là các tiêu chuẩn vốn nghịch chu kỳ (countercyclical capital standards) và các quy định về ổn định dự phòng (stabilizing provisioning rules). Ý tưởng đầu tiên đòi hỏi các ngân hàng phải có các hệ số vốn cao hơn khi nền kinh tế đang bùng nổ và cho phép các hệ số này thấp hơn khi nền kinh tế suy yếu. [106] Các hệ số vốn cũng có thể dao động tùy theo việc các bong bóng có xuất hiện trong thị trường cổ phiếu và bất động sản hay không (có lẽ là dựa trên các đánh giá của AVC, như đã thảo luận ở trên). Trên thực tế, các ngân hàng có xu hướng có các hệ số vốn thuận chu kỳ (procyclical), có nghĩa là các hệ số vốn thấp hơn trong các thời kỳ bùng nổ và bong bóng, còn trong thời kỳ suy thoái và phá sản thì hệ số lại cao hơn. Và ngay cả khi các hệ số vốn chính thức của các ngân hàng không phải là thuận chu kỳ, thì việc đánh giá rủi ro cũng thường dễ dãi hơn trong các thời kỳ bùng nổ, trong khi các hoạt động ngoại bảng như thư bảo lãnh hoặc các công cụ phái sinh lại có thể tăng cao, điều này cũng dẫn đến kết quả tương tự.

Các quy tắc ổn định dự phòng sẽ hoạt động ngược chu kỳ, đòi hỏi các ngân hàng phải có dự phòng lớn hơn để chống lại thiệt hại khi nền

kinh tế đang tốt và dự phòng nhỏ hơn khi nền kinh tế yếu kém. [107] Một hệ thống như vậy đã được giới thiệu tại Tây Ban Nha vào năm 2000 và đã được các nhà điều hành chính sách nghiên cứu say sưa. [108] Tuy nhiên, điều này không đòi hỏi phải có sự linh hoạt từ những người đặt ra các tiêu chuẩn kế toán. Hơn nữa, ở hầu hết các nước, cơ quan thuế rất miễn cưỡng trích dự phòng cho các khoản khấu trừ thuế, vì lo ngại các ngân hàng sẽ sử dụng chúng như là một biện pháp trốn thuế. Tây Ban Nha có một hệ thống thuế phức tạp, nhưng nó cho phép các ngân hàng quyết định họ cần dự phòng thêm bao nhiêu trong những giai đoạn kinh tế tốt. Một cách tiếp cận có thể làm hài lòng các cơ quan thuế là các giám sát sẽ được quyền xác định phần dự phòng trích thêm, dựa trên tỷ lệ tín dụng và xu hướng giá tài sản. Ví dụ như nếu giá nhà ở được xem là cao thì các ngân hàng có thể được yêu cầu trích dự phòng lớn hơn cho các khoản thế chấp mới, trong khi nếu lợi nhuận biên của thị trường chứng khoán tăng cao thì việc cho vay có thể bị hạn chế.

Một cách tiếp cận trực tiếp hơn để kiềm chế tín dụng ngân hàng trong suốt các thời kỳ bong bóng giá nhà là đặt ra các giới hạn cho hệ số vay trên giá trị (loan to value ratio - LTV). Hong Kong đã tích cực sử dụng kỹ thuật này trong thập niên 1990. Vào năm 1991, Cơ quan Tiền tệ Hong Kong (Hong Kong Monetary Authority - HKMA) đã giảm giới hạn LTV từ 90% xuống còn 70%. Trên thực tế, nhìn chung các ngân hàng đã thận trọng hơn và vào tháng 9/1997, đỉnh của đợt bùng nổ, các hệ số LTV thực tế chỉ còn 52%. [109] Cơ quan tiền tệ Hong Kong cũng đã ban hành một hướng dẫn vào năm 1994 rằng các ngân hàng nên giới hạn hệ số tài sản so với tín dụng ở mức 40%. Các biện pháp này đã giúp bảo vệ phần lớn hệ thống ngân hàng mặc dù giá nhà sau đó đã giảm 65%. Các nhà đầu tư cá nhân đã mất nhiều vốn trong các khoản nhà, nhưng tỷ lệ vỡ nợ trên các khoản tín dụng vẫn tương đối thấp.

Tuy nhiên, chính sách này đã không ngăn chặn được một đợt bong bóng lớn, vì đã có các tổ chức cho vay mới tham gia vào thị trường để

đảm bảo rằng các khoản cho vay thế chấp có sẵn một cách dễ dàng; và người mua thường rất hăng hái mua nhà nên đã đi vay các khoản tín dụng cá nhân với lãi suất cao để trang trải cho khoản thanh toán đầu tiên. Có lẽ là nếu không có hạn chế về hệ số LTV thì bong bóng còn phình to hơn nữa, nhưng kinh nghiệm từ Hong Kong đã cho thấy rằng chỉ có bản thân giới hạn về hệ số LTV thì không đủ.

Một cách tiếp cận khác để hạn chế bong bóng giá nhà ở là đưa thêm đất cho phát triển nếu giá bắt đầu tăng nhanh. Ở một số nơi trên thế giới, ví dụ như ở Trung Tây của nước Mỹ, đất đai đã có sẵn và các công ty xây dựng nhà ở phản hồi rất nhanh đối với những thay đổi trong nhu cầu và giá cả. Nhưng ở nhiều nơi, các chính phủ kiểm soát quyền sử dụng đất và rất có thể họ không sẵn sàng đáp ứng các điều kiện thị trường.

Kate Barker, trong ấn bản chính thức Đánh giá nguồn cung nhà đất (Review of Housing Supply), đã nhận định đây là một trong những vấn đề ở Anh trong năm 2004. [110] Do đó bà đã đề xuất một số thay đổi có thể đòi hỏi các quan chức phải tính đến sự thay đổi giá nhà ở địa phương khi họ cấp đất xây nhà. Về nguyên tắc, nếu các cấp chính quyền tự động đưa thêm đất xây dựng ngay khi giá bắt đầu tăng thì bong bóng có thể được kiềm chế. Mặc dù bất động sản cần có thời gian để xây dựng, nhưng việc đầu cơ sẽ bị thoái lui.

Giải pháp tốt nhất là khuyến khích chính quyền địa phương đưa ra thêm đất một cách mạnh mẽ, ví dụ như cho phép lập kế hoạch bán đấu giá. Nhưng các khuyến khích và dàn xếp cần phải được sắp xếp rõ ràng. Chính quyền Hong Kong đã có đầy đủ các quyền này, nhưng họ đã thất bại trong việc sử dụng chúng vào đầu và giữa thập niên 1990, một phần là vì các công ty phát triển nhà vận động hành lang, và một phần là do họ lo sợ sẽ gây ra một vụ sụp đổ thị trường nhà ở.

Các biện pháp để kiềm chế bong bóng thị trường chứng khoán còn khó khăn hơn. Việc đánh thuế trên từng giao dịch là không thích hợp, vì

việc duy trì tính thanh khoản của thị trường là rất quan trọng. Có một chính sách đôi khi được đề xuất để hạn chế giảm giá là ngăn cấm hoặc hạn chế bán khống (short selling). Khi thị trường đang giảm, chúng mang hình ảnh của một bong bóng theo chiều ngược lại. Mọi người giữ tiền và bán cổ phiếu, không chỉ những chứng khoán họ đang sở hữu mà ngay cả một số không phải của riêng họ. Họ đang hi vọng rằng nhờ bán cổ phiếu sẽ được tại một ngày trong tương lai, giá thị trường khi đó sẽ giảm hơn nữa và họ có thể mua cổ phiếu để "giao" cho người mua ở một mức giá thấp hơn.

Trên thực tế, rất khó để loại bỏ việc bán khống. Như thông lệ thị trường, nếu chính phủ cắt giảm một cách để làm việc gì đó thì những người mưu trí sẽ tìm ra cách khác. Tuy nhiên, lý do phản đối chính cho việc cấm bán khống là nghịch lý ở chỗ nó có nhiều khả năng tác động tạo ra bong bóng hơn. Việc ngăn cấm bán khống khiến các nhà đầu cơ khó khăn hơn trong việc đặt cược với xu hướng tăng giá. Do đó người ta có thể cho rằng việc bán khống nên được thực hiện dễ dàng hơn và chính là một cách để hạn chế xu hướng giảm giá.

May mắn thay, các phát triển gần đây trong các thị trường tài chính đang đi đúng hướng. Như chúng ta đã thấy trong Chương 1, đối với các nhà đầu tư bán lẻ các sản phẩm mới như CFD (contracts for difference), ETF (exchange traded funds) và việc đánh cược biên độ đã khiến việc bán khống dễ dàng hơn. Đối với các nhà đầu tư tổ chức (và đối với một bộ phận đang gia tăng của các nhà đầu tư cá nhân), tầm quan trọng ngày càng tăng của các quỹ phòng vệ có nghĩa là ngày nay bán khống đã phổ biến hơn giữa các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm.

Một phương pháp triệt để hơn có thể ứng dụng cho cả hai thị trường cổ phiếu và nhà ở là yêu cầu phải có các cảnh báo sức khỏe cấp độ thị trường từ các công ty môi giới hoặc đại lý bất động sản, một khi Ủy ban Định giá Tài sản (AVC) đã ban hành một cảnh báo bong bóng. Một cảnh báo như vậy có thể được yêu cầu trình bày trên các văn bản hoặc trên nghiên cứu quảng cáo, giống như kiểu cảnh báo được in trên các

bao thuốc lá. Thông điệp đại loại có thể viết dưới dạng "Mua ngay bây giờ có thể làm tổn hại nghiêm trọng sự giàu có của bạn" [111] .

Các cảnh báo có thể có một số tác động, tuy nhiên nếu giá cả tiếp tục tăng, mọi người sẽ đặt câu hỏi về quan điểm của ủy ban. Nó cũng gặp phải khó khăn trong thực tế rằng một số cổ phiếu, dù là theo bản thân cổ phiếu đó hoặc theo ngành, và một số khu vực nhà ở không cùng chia sẻ một bong bóng cụ thể. Ủy ban có thể cần phải khá cụ thể, vốn đòi hỏi phải khéo léo trong thực tế. Một khó khăn khác cho ủy ban là họ cần bắt đầu cảnh báo sớm trong một đợt hồi phục giá. Nếu họ chờ đến lúc giá đã tăng quá rõ ràng lên đến mức cao thì bản thân nó có thể làm nổ tung bong bóng.

Vậy còn khi giá tài sản yếu đi thì sao? Liệu các chính phủ có thể thực hiện biện pháp cụ thể nào hay không? Một phương pháp tiếp cận cực đoan là ở một số nước châu Á, kể cả Nhật Bản, Hong Kong và Đài Loan, các chính phủ đã trực tiếp mua vào cổ phiếu để cố gắng ngăn chặn chúng không giảm thêm nữa. Nguy hiểm chính là nếu việc mua vào được thực hiện quá sớm trong giai đoạn sau bong bóng, khi đó giá chứng khoán có giảm nhưng không đặc biệt rẻ. Tác động khi đó có thể là chuyển tổn thất sang cho người nộp thuế, hơn là để ổn định thị trường. Việc chính phủ mua vào chứng khoán có lẽ chỉ nên được tính đến trong những thị trường cực kỳ suy giảm, hoặc nếu niềm tin của nhà đầu tư đã giảm quá thấp. Một lần nữa, AVC có thể đóng vai trò trọng tài ở đây, trong việc chỉ ra khi nào thì giá thị trường thực sự thấp.

Việc chính phủ mua vào bất động sản có ít khả năng thành công hơn vì trừ khi tài sản đang trống, còn thì toàn bộ nguồn cung trên thị trường sẽ không thay đổi một khi có người thuê. Một chiến lược thay thế có thể là hạn chế nguồn cung đất đai hoặc giấy phép mới, như đã từng được thử nghiệm tại Hong Kong trong một thời gian sau năm 1999. Nhưng ở một vài quốc gia, ví dụ như Anh, dù sao thì nguồn cung tài sản mới cũng chiếm tỷ lệ rất thấp so với cổ phiếu hiện hữu.

Tổng hợp các điều này với nhau, tất cả các biện pháp vi mô được miêu tả trên đây có thể có một số tác động, đặc biệt là nếu chúng được hỗ trợ bởi các cảnh báo mạnh mẽ từ Ủy ban Định giá Tài sản. Tuy nhiên, chúng cũng cần phải được thực hiện một cách nhanh chóng và dứt khoát vì các đợt bong bóng có thể xuất hiện trong một khung thời gian khá ngắn, ít nhất là so với tốc độ phản hồi thông thường của chính phủ.

Một câu hỏi đáng đặt ra là liệu chính phủ có thực sự có khả năng sử dụng những biện pháp này cho dù đang phải chịu các áp lực về chính trị hay không. Khi giá tài sản tăng cao, các biện pháp thận trọng để kiềm chế nó thường sẽ không được ưa chuộng, do đó, thật sự chính phủ có thể rất miễn cưỡng. Dù sao thì cũng cần phải có thời gian dài để triển khai nhiều biện pháp. Vào lúc các biện pháp đang được triển khai, thị trường có thể đã tăng lên cao hơn và bước vào giai đoạn nguy hiểm.

Câu trả lời cho việc này là một lập luận tương tự với lập luận rằng các ngân hàng trung ương độc lập kiểm soát chính sách tiền tệ. Một AVC sẽ cần phải được độc lập tương tự, và mọi hành động chính sách dựa trên đánh giá của nó cũng phải tự chủ và không tùy thuộc vào can thiệp của chính phủ. Cũng như các ủy ban chính sách tiền tệ trực tiếp kiểm soát lãi suất, AVC có thể cần phải trực tiếp kiểm soát các yêu cầu về vốn đầu tư và dự trữ. Hoặc ít nhất là các cấp chính quyền kiểm soát ủy ban phải được yêu cầu trực tiếp xem xét các quan điểm của AVC.

Nếu giá tài sản đang giảm thì có rất nhiều áp lực chính trị buộc phải can thiệp, đặc biệt là nếu việc giảm giá ảnh hưởng đến quá nhiều người. Sự dân chủ hóa trong việc nắm giữ tài sản được thảo luận trong quyển sách này cho thấy rằng trong thế kỷ XX quả thật có một áp lực chính trị đòi hỏi phải đặt ra giá sàn. Một sự sụp đổ thị trường gần như không còn dẫn đến sự hân hoan cho công chúng vì các nhà đầu cơ đã bị thiệt hại. Nhưng điều này đưa chúng ta quay lại chính sách tiền tệ, vì các ngân hàng trung ương thường rất hăng hái giúp đỡ, hoặc vì những tác động tồi tệ của các đợt giảm giá tài sản bất ngờ hoặc do các tác động suy yếu

lên các hoạt động kinh tế.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG MỘT ĐỢT VỠ NỢ BẤT ĐỘNG SẢN

Các ngân hàng trung ương nên làm gì khi giá tài sản giảm? Đầu tiên việc ngăn chặn là rất quan trọng, hoặc ít nhất là giảm thiểu mọi đợt khủng hoảng ngân hàng có hệ thống, vốn có thể chuyển một thị trường giá giảm và suy thoái thành một đợt khủng hoảng. Bước đầu tiên quan trọng ở đây là ngân hàng trung ương phải hành động một cách nhanh chóng khi cần thiết để cung cấp vai trò "người cho vay cứu cánh cuối cùng", cho vay không điều kiện với mọi ngân hàng đang gặp khủng hoảng về thanh khoản để các vấn đề của nó không dẫn đến một cuộc hoảng loạn chung.

Bài học này đã bắt nguồn tại nước Anh từ rất lâu, vào năm 1866 sau cuộc khủng hoảng Overend Gurney, là cuộc khủng hoảng tài chính có hệ thống sau cùng ở Anh cho đến tận năm 2007-2008. [112] Trong thập niên 1930, Cục Dự trữ Liên bang đã thất bại trong việc ngăn chặn các vấn đề về hệ thống ngân hàng, một phần là do chế độ bản vị vàng khiến cho việc cắt giảm lãi suất rất khó khăn, nhưng cũng là vì họ phản ứng quá chậm. Bài học này đã được đúc kết một cách muộn màng và trong lịch sử gần đây, có đôi lần Fed đã nhanh chóng chuyển sang việc tạo niềm tin cho thị trường, đáng chú ý là vào năm 1987 (sau khi thị trường chứng khoán sụp đổ), năm 1998 (sau sự thất bại của LTCM), và năm 2001 (sau các cuộc tấn công khủng bố ngày 11/9). Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng năm 2007-2008 đã nghiêm trọng hơn và kéo dài hơn mọi giai đoạn khác. Hơn thế nữa, nó đã kéo tất cả các ngân hàng trung ương chính trên thế giới vào các hoạt động hỗ trợ thanh khoản. Thoạt tiên các ngân hàng trung ương cố gắng cứng rắn đối với các ngân hàng đang tìm kiếm thanh khoản bằng cách đòi hỏi phải có thế chấp cụ thể hoặc tính phí rất cao, nhưng cuối cùng tất cả các ngân hàng trung ương đã phải tham chiến. Khi cuộc khủng hoảng tiếp tục, một loạt các "cửa sổ" thanh khoản mới được giới thiệu, để bù đắp cho các định chế và kỳ hạn

khác nhau, và số tiền dư nợ trên khắp thế giới đã đạt đến hàng nghìn tỷ USD. Tuy nhiên, bản thân sự hỗ trợ thanh khoản không thể kết thúc một cuộc hoảng loạn nếu thật sự có các vấn đề về thanh khoản. Cần có các biện pháp khác nữa.

Bảo hiểm tiền gửi là một cách khác để hạn chế rủi ro của cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, trong một cuộc khủng hoảng lớn thì các kế hoạch như vậy thường không đủ toàn diện hoặc thiếu tiền để làm cho mọi người bình tĩnh trở lại. Do vậy, có thể là các chính phủ cần cung cấp một gói bảo lãnh tiền gửi. Trong tháng 10/2008, nỗi lo ngại của người gửi tiền ở Châu Âu đã dẫn đến gói bảo lãnh tại Ireland, sau đó là Hy Lạp, Đức và nhiều nước khác. Tuy nhiên, một gói bảo lãnh chỉ ngăn chặn một đợt rút tiền hoảng loạn nếu người dân còn tin tưởng vào độ tin cậy tín dụng của chính phủ, một vấn đề mà Iceland đã nhanh chóng phải đối mặt, nhưng đó cũng có thể là một mối đe dọa cho các quốc gia khác.

Nếu việc cung cấp thanh khoản và bảo đảm cho các khoản tiền gửi không đủ để ngăn cản một đợt hoảng loạn trong hệ thống, vấn đề khi đó sẽ là khả năng trả nợ (solvency). Trong quá khứ, các ngân hàng đôi khi cũng mất khả năng chi trả mà không tạo ra các vấn đề lớn. Không có các đợt hoảng loạn vì người dân tin rằng các ngân hàng sẽ tìm ra cách thoát khỏi mớ bòng bong thông qua lợi nhuận mới, và trong bất kỳ trường hợp nào, chính phủ cũng đứng sau lưng họ. Ví dụ như vào đầu thập niên 1990, một số ngân hàng lớn của Mỹ nhìn chung đã được xem là mất khả năng chi trả, nhưng điều này đã không tạo ra một đợt hoảng loạn. Các ngân hàng đó được xem là quá lớn nên không thể thất bại được, trong khi cấu trúc kế toán sau đó đã không yêu cầu họ phải ghi nhận các tài sản xấu miễn là họ còn hoạt động (là vì người vay vẫn phải trả tiền lãi). Đây cũng là cách mà Nhật Bản đã thực hiện trong suốt thời gian 1990-1997 mà không có các vụ phá sản lớn. Tuy nhiên, trong thời đại kế toán "gắn với giá trị thị trường" (mark-to-market accounting) hiện nay, thật không còn dễ dàng giả vờ rằng khả năng chi trả là một

vấn đề dài hạn. Các ngân hàng cần phải có khả năng chi trả ở mọi thời điểm.

Chính sự lo sợ mất khả năng chi trả đã tạo ra làn sóng thứ tư của cuộc khủng hoảng ngân hàng năm 2007-2008 vào tháng 9-10/2008. Khi Lehman Brothers phá sản, người ta lo ngại rằng các định chế to lớn khác cũng sẽ được phép phá sản. Trong khi đó, sự sụt giảm tiếp theo trên các thị trường chứng khoán, sự tịch thu tài sản trên thị trường tín dụng và sự tồi tệ của nền kinh tế thế giới chắc chắn đã làm tổn hại các ngân hàng nhiều hơn. Chính phủ Anh đã đưa ra một sáng kiến toàn diện để điều chỉnh cơ cấu vốn của các ngân hàng lớn tại Anh. Các quốc gia khác cũng nhanh chóng làm theo, kể cả Mỹ. Chỉ trong một vài tuần, nỗi sợ hãi phá sản mang tính hệ thống mới đã lùi xa, mặc dù lòng tin đã bị tổn hại nghiêm trọng . Ngoài ra, chỉ hỗ trợ các ngân hàng thôi không đảm bảo rằng họ sẽ tiếp tục cho vay sau đó. Điều này đã dẫn đến điều quan trọng thứ hai phải làm sau một lần bong bóng vỡ, đó là phải duy trì nguồn cung tiền.

Tuy nhiên, ngay cả các nhà kinh tế học nghi ngờ cách tiếp cận chính sách tiền tệ tổng quát cũng đã chú ý đến vấn đề này. Nếu nguồn cung tiền bị thu hẹp thì nền kinh tế cũng vậy. Nhưng mặc dù ngân hàng trung ương có thể đảm bảo rằng các ngân hàng có nhiều dự trữ và thanh khoản, thì các ngân hàng vẫn có thể không muốn cho vay và người đi vay có thể không muốn vay, do đó, các biện pháp tiền tệ rộng hơn (vốn thật sự quan trọng) có thể không được duy trì một cách dễ dàng. Trong phần lớn giai đoạn từ năm 1960 đến năm 2003, các ngân hàng trung ương có thể giảm mạnh lãi suất và đẩy nó xuống dưới tỷ lệ lạm phát, đủ để tái kích thích nền kinh tế. Nhưng với tình trạng lạm phát thấp khắp mọi nơi như hiện nay, việc có được lãi suất thực âm sẽ không còn dễ dàng trong tương lai.

Chúng ta đã thấy trong Chương 3 cách Nhật Bản đã đấu tranh với vấn đề này vào cuối thập niên 1990. Cuối cùng, các ngân hàng trung ương có khả năng duy trì lượng cung tiền, nhưng họ có thể cần phải

mua một lượng lớn tài sản. Việc mua trái phiếu chính phủ là phương pháp tiếp cận truyền thống, nhưng họ cũng có thể mua trái phiếu hoặc tín phiếu của khu vực kinh tế tư nhân, trái phiếu nước ngoài hoặc thậm chí là chứng khoán. Mục đích là để bơm tiền mặt vào nền kinh tế và làm giảm lợi tức càng xa đường cong lợi tức càng tốt. Tất nhiên, điều này bắt đầu có thể trông giống như một hành động hỗ trợ giá tài sản; mà theo một nghĩa nào đó thì đúng là như vậy.

SỰ LỰA CHỌN: XÓA NỢ, GIẢI CỨU HAY LẠM PHÁT

Cuối cùng thì các đợt khủng hoảng tài chính, sự bất ổn về tài chính và lạm phát cũng đã gắn liền với nhau. Khi có quá nhiều nợ tư nhân trong nền kinh tế, sự suy giảm trong giá tài sản sẽ làm phần "nợ trội ra" (excess debt) nói trên gặp rủi ro và khiến cho hệ thống ngân hàng lâm nguy. Chỉ có ba cách để thoát khỏi tình trạng này: xóa nợ, giải cứu hoặc chấp nhận lạm phát. Xóa nợ – nợ được giảm thông qua sự kết hợp của phá sản và các doanh nghiệp cũng như hộ gia đình trả hết nợ vay – là một quá trình rất đau khổ, gần như luôn luôn làm cho nền kinh tế yếu kém đi. Hiện nay các chính phủ thường cố gắng ngăn chặn việc này, và chỉ cần bản thân chính phủ không có quá nhiều nợ thì nó có thể chỉ cần giải cứu các khoản nợ tư nhân, nhận lấy các nghĩa vụ của họ và biến chúng thành nợ của chính phủ, sẽ được trả dần qua tiền thuế theo thời gian. Nhìn chung đây là giải pháp mà chính phủ các nước châu Á đã dùng sau đợt bùng nổ bong bóng ở Nhật Bản và Đông Á. Đây cũng là hướng đi mà châu Âu đã nhanh chóng thực hiện khi có khủng hoảng trong năm 2008. Chính phủ Mỹ thấy khó khăn khi đi theo hướng này, bất chấp các bài học từ cuộc Khủng hoảng năm 1930. Xu hướng gắn bó với các giải pháp thị trường và cho phép các doanh nghiệp thất bại được phá sản là rất mạnh mẽ đối với Mỹ. Hơn nữa, còn có một sự kháng cự rộng rãi đối với việc dùng tiền nộp thuế để giải cứu "các đại gia ngân hàng Wall Street béo ú", như chúng ta đã thấy. Quyết định cho phép Lehman Brothers phá sản trong tháng 9/2008, thay vì hỗ trợ giải cứu bằng tiền của chính phủ như đã làm với Bear Stearns trong tháng

3/2008, chỉ có thể được hiểu theo nghĩa này. Chỉ có sự hỗn loạn được tạo ra bởi quyết định đó mới buộc Mỹ chấp nhận sử dụng tiền thuế một cách tích cực.

Nếu chính phủ các nước không chọn giải pháp "giải cứu", hoặc nếu giải pháp cho phá sản là quá đau thương thì cách duy nhất còn lại là chấp nhận lạm phát, trong đó cho phép người đi vay được xóa nợ, nhưng có nghĩa là người gửi tiền chỉ được trả một khoản có giá trị thấp hơn. Điều này có thể là một phần giải pháp cho cuộc khủng hoảng hiện tại, ít nhất là đối với một số quốc gia. Các cắt giảm triệt để trong lãi suất hoặc các biện pháp bơm thanh khoản cho nền kinh tế có thể dẫn đến lạm phát về sau. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, sự suy giảm kinh tế có khả năng mang đến lạm phát thấp hơn và như Nhật Bản đã cho thấy, rất khó khăn để có lạm phát trong một nền kinh tế hấp hối. Chúng ta sẽ quay trở lại vấn đề này trong chương cuối cùng.

Nói tóm lại, cho dù có những khó khăn trong việc dàn xếp các hậu quả của một bong bóng, tôi tin rằng trong tương lai sẽ có thêm áp lực lên các cấp có thẩm quyền để tìm cách ngăn chặn, hay ít nhất là giới hạn, bong bóng ngay từ đầu. Nhiều người về nguyên tắc chống lại việc gia tăng các quy định hoặc can thiệp vào thị trường, trong khi suốt một đợt bong bóng, người ta chống lại nó vì nó ngăn cản họ kiếm tiền. Nhiều người cũng phản đối đề nghị về Ủy ban Định giá Tài sản (AVC) của tôi, tin rằng việc định giá cần phải dành cho thị trường quyết định, và nhìn chung thì không ai suy nghĩ nghiêm túc về một tổ chức như vậy. Nhưng bên cạnh việc đóng một vai trò quan trọng trong việc tư vấn các cấp có thẩm quyền, ủy ban này cũng có thể hữu ích cho các nhà đầu tư. Như chúng ta đã thấy, với các chính phủ và ngân hàng trung ương vẫn chưa được chuẩn bị sẵn sàng để ngăn chặn bong bóng trong tương lai hoặc để kiểm soát hậu quả, các nhà đầu tư có thể sử dụng tất cả mọi sự giúp đỡ có được.

[97]. Tất nhiên đây hoàn toàn không phải là những gì mà các nhà kinh tế học về thị trường tự do đề xuất, kể cả một vài điều rất quan trọng như việc sẵn sàng phản hồi lại sự yếu kém của thị trường chứng khoán với lãi suất quá thấp và sự chấp nhận một bong bóng giá nhà. Nhưng chắc chắn là các chính phủ sẽ cố gắng ngăn chặn những đợt sụt giảm lớn trong giá cả tài sản, điều này cũng khiến việc ngăn chặn các đợt lên giá trở nên cần thiết hơn.

[98]. Ngân hàng Thanh Toán Quốc Tế (The Bank for International Settlements) đã đóng vai trò chủ đạo trong việc khám phá các vấn đề này. Ví dụ như tham khảo Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus của Claudio Borio và Philip Lowe, Nghiên cứu khoa học BIS số 114, tháng 7/2002 và tác phẩm Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes của Claudio Borio và William White, Nghiên cứu khoa học BIS số 147, tháng 2/2004. BIS Annual Report , được xuất bản vào mỗi mùa xuân, và BIS Quarterly Review cũng thường xuyên nghiên cứu về các chủ đề này.

[99]. Tuy nhiên, Cecchetti khẳng định rằng Fed đã chú ý đến sự bùng nổ thị trường chứng khoán ở một mức độ nào đó và vấn đề đặt ra là Fed có phản hồi đủ hay không chứ không phải là liệu nó có phản ứng hay không. Tham khảo FOMC nói và làm gì khi thị trường chứng khoán bùng nổ (What the FOMC says and does when the stock market booms) của Stephen G. Cecchetti, Hội nghị thường niên RBA , số 2003-05, Ngân hàng Dự trữ Úc, năm 2003.

[100]. Ví dụ như tham khảo Giá tài sản trong khuôn khổ lạm phát mục tiêu linh hoạt (Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework) của Stephen G. Cecchetti, Hans Genberg và Sushil Wadhwani. Luận văn được chuẩn bị cho hội nghị về Bong bóng Giá Tài

sản: Các định hướng cho việc Điều hành Chính sách tiền tệ và Chính sách Quốc tế, được tổ chức bởi Ngân hàng Dự trữ Liên bang Chicago và Ngân hàng Thế giới, Chicago, ngày 22-24/04/2002. Tham khảo thêm Giá tài sản, mất cân bằng tài chính và chính sách tiền tệ: liệu lạm phát mục tiêu đã đủ chưa? (Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?) của Charles Bean, Nghiên cứu khoa học BIS, số 140, tháng 9/2003.

[101]. Tham khảo "Cần quan tâm đến giá tài sản như thế nào khi đo lường lạm phát?" (What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?) của Charles Goodheart, tạp chí The Economic Journal , tháng 6/2001, trang F335–356.

[102]. Tham khảo Nhận ra bong bóng giá tài sản tiếp theo (Spotting the next asset price bubble) của John Calverley, Tạp chí Financial Times , ngày 15/11/2002, trang 19.

[103]. Tham khảo bài viết của Adam Seitchik, Tạp chí The Business , ngày 22-23/6/2003, trang 18.

[104]. Shadow Open Market Committee (SOMC) được thành lập bởi Giáo sư Karl Brunner của Đại học Rochester và Giáo sư Allan Meltzer của Đại học Carnegie-Mellon. Hội nghị bán niên đầu tiên đã được tổ chức vào ngày 14/9/1973. Mục tiêu chính của Ủy ban này là đánh giá các lựa chọn về chính sách và hành động của Ủy ban Thị trường mở của Cục Dự trữ Liên bang FOMC.

[105]. Tham khảo toàn cảnh trong tác phẩm Hỗn loạn trên thị trường tài sản: vai trò của các chính sách vi mô (Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies), Báo cáo nhóm OECD, Paris, tháng 9/2002.

[106]. Tham khảo thảo luận trong tác phẩm Lạm phát giá tài sản và chính sách tiền tệ (Asset Price Inflation and Monetary Policy) của Anna J. Schwartz, Nghiên cứu Khoa học NBER số 9321, tháng 11/2002.

[107]. Tham khảo Hướng tới một khung mẫu khôn ngoan và thận trọng hơn cho quản lý và giám sát tài chính vĩ mô? (Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?) của Claudio Borio, Nghiên cứu khoa học BIS số 128, tháng 2/2003.

[108]. Tham khảo Định vị năng động: vấn đề và các áp dụng (Dynamic provisioning: Issues and applications) của Fiona Mann và Ian Michael, Bank of England Financial Stability Review , tháng 12/2002.

[109]. Tham khảo OECD Contact Group Report , trang 23.

[110]. Barker, nguồn đã trích dẫn.

[111]. Nhại theo lối cảnh báo trên các bao thuốc lá ngày nay – ND.

[112]. Đầu năm đó, Overend Gurney, một ngân hàng lớn từ lâu đời, đã gặp khó khăn với danh mục tín dụng khi lãi suất tăng đột ngột từ 3% lên 8%. Họ kêu gọi sự giúp đỡ của Ngân hàng Trung ương Anh, nhưng đã bị từ chối. Trong một vài ngày tiếp đó đã có các làn sóng rút tiền hàng loạt tại các ngân hàng trên khắp London khi những người gửi tiền hoảng loạn và cố gắng rút tiền ra. Một vài ngân hàng đã sụp đổ, kể cả một số ngân hàng có tính thanh khoản về cơ bản. Cuối cùng các cấp chính quyền đã nhận ra mối nguy hiểm của tình trạng này. Chính phủ đã tạm hoãn Luật Ngân hàng (The Bank Charter Act), vốn ngăn cấm sự ra đời của tiền giấy mới, và Ngân hàng Trung ương Anh đưa ra đảm bảo rằng sẽ hỗ trợ hệ thống ngân hàng một cách vô điều kiện. Điều này đã giúp dừng cuộc hoảng loạn và nó không xảy ra nữa, cho đến năm 2007–2008. Tham khảo chi tiết hơn trong tác phẩm Nợ, sự mỏng manh tài chính và rủi ro hệ thống (Debt, Financial Fragility and Systemic Risk) của E. P. Davis, Oxford University Press, năm 1992, trang 245.

12. CHIẾN LƯỢC CHO NHÀ ĐẦU TƯ

Có lẽ trong tương lai, các chính phủ sẽ có thể sử dụng một số biện pháp đã được thảo luận trong chương trước để hướng giá tài sản theo một xu thế ổn định hơn. Nhưng rõ ràng là điều này không chắc chắn và, theo kinh nghiệm trong quá khứ, các dao động lớn trong giá tài sản sẽ tiếp tục. Hầu hết các ngân hàng trung ương đã đi theo quan điểm chính thống rằng đây là một trường hợp mà nhà đầu tư cần phải thận trọng! Vì vậy, các cá nhân cần phải suy nghĩ rất cẩn trọng về danh mục tài sản riêng, nó chịu rủi ro gì và ở mức độ nào và liệu nó có đi đúng hướng để đáp ứng được các mục tiêu tài chính của họ hay không.

CỔ PHIẾU VÀ BONG BÓNG CỔ PHIẾU

Người ta có khuynh hướng nhận định tài sản theo một hướng sai lầm. Sau một đợt tăng giá trong chứng khoán, họ hy vọng giá tiếp tục tăng mạnh và có xu hướng tin rằng họ giàu có hơn thực tế. Khi chứng khoán giảm giá, họ tin rằng mình nghèo, mặc dù trong thực tế có một cơ hội tốt để hồi phục.

Thông thường, đối với những người đã nghỉ hưu ít nhất mười năm thì sự giảm giá trên thị trường chứng khoán là tin tốt , vì nó cho họ cơ hội để mua cổ phiếu với giá thấp hơn. Tất nhiên, điều này là không đúng đối với người lớn tuổi hơn đang cố gắng làm tăng tiền tiết kiệm. Đối với họ, việc giảm giá trên thị trường không hẳn là một tin tốt, đó là lý do tại sao người lớn tuổi thường nắm giữ một tỷ lệ cổ phiếu thấp hơn.

Quy tắc theo kinh nghiệm truyền thống là tỷ lệ tiền mặt và trái phiếu trong danh mục của một người nên bằng với tuổi của họ. Vậy một người ở độ tuổi 30 có thể giữ 30% tiền mặt và trái phiếu và 70% cổ phiếu, trong khi người ở độ tuổi 70 thì chỉ nên có 30% cổ phiếu. Nhưng đây chỉ là một hướng dẫn gần đúng và cũng phụ thuộc nhiều vào việc trong danh mục đang có những loại chứng khoán nào cũng như độ sẵn sàng nhận lấy rủi ro của cá nhân đó. Hơn nữa, nó không tính đến các định

giá cực đoan, khi chứng khoán có thể đang bước vào giai đoạn bong bóng hay vỡ nợ.

Lý tưởng nhất là sẽ có một tổ chức như Ủy ban Định giá Tài sản sẵn sàng giúp mọi người quyết định xem liệu giá cả có đang ở một trong hai thái cực không, nhưng nếu không có nó thì mọi người sẽ phải dựa vào sự đánh giá của riêng mình. Tôi đã lập luận trong Chương 10 rằng hệ số P/E có thể được sử dụng như một chỉ báo thô và cấp độ lớn hơn 20 thường là một tín hiệu cảnh báo tốt. Ngoại lệ duy nhất có thể có trong suốt quá trình suy giảm kinh tế là khi lợi nhuận đang giảm sút và người ta có thể đẩy hệ số P/E lên cao trong một thời gian, để giảm xuống nhanh một khi doanh thu được khôi phục.

Việc làm thế nào phản hồi lại các định giá cao chính xác là phụ thuộc vào sức chịu đựng rủi ro của từng cá nhân và cũng phụ thuộc vào việc họ giám sát thị trường chặt chẽ như thế nào. Một người theo dõi thị trường mỗi ngày và sẵn sàng nhận lấy rủi ro thì có thể đã chuẩn bị tâm lý để tiếp tục đầu tư cổ phiếu và cố gắng lướt theo các đợt tăng giá. Phong cách đầu tư thuận xu thế (momentum investing) này không làm gì để đẩy lùi bong bóng và phá sản, nhưng nó có thể có ích cho các cá nhân, chỉ cần họ bán ra khi thị trường bắt đầu giảm và không bị lôi cuốn quay lại thị trường một lần nữa quá dễ dàng ở các mức giá thấp hơn chút ít. Tuy nhiên, tôi nghi ngờ: liệu nhiều người mua vào các cổ phiếu ngành công nghệ trong giai đoạn 1999-2000 hoặc mua các chứng khoán đang lên trong năm 2007 có thực sự nghĩ rằng họ đang lướt trên một bong bóng dữ dội hay không. Tôi nghi ngờ rằng đa số bị mắc kẹt do phấn khích. Nếu họ đã thấy các đợt giảm giá nhẹ là cơ hội mua vào hơn là tiềm năng bắt đầu một thị trường giá giảm, thì có thể họ sẽ mất tiền một khi thị trường giá giảm thật sự diễn ra.

Những người chỉ quan tâm chốc lát đến các thị trường và đầu tư dài hạn vào một quỹ, như quỹ hưu trí, sẽ không đủ khả năng để nhận lấy rủi ro thử lướt trên bong bóng. Đối với dạng nhà đầu tư này, nếu họ thấy rằng giá cao hay bong bóng đang phát triển thì chiến lược tốt nhất

thường là giảm tỷ lệ cổ phiếu, tăng cường nắm giữ trái phiếu và/hoặc tiền mặt hoặc bất động sản (tùy thuộc vào sự định giá). Tôi không đề nghị rằng điều này có nghĩa là bán hết cổ phiếu, ngoại trừ người đó không thể chịu được bất kỳ rủi ro nào. Điều đó có nghĩa là giảm tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ và tăng cường các tài sản khác. Nếu thị trường chứng khoán sau đó tăng cao hơn thì có nghĩa là giảm thêm tỷ lệ cổ phiếu đang giữ.

Điều này rất khó thực hiện trong thực tế, trong suốt thời kỳ bong bóng, vì không chỉ đa số những người khác tích cực mua vào, mà vì họ cũng đánh giá rất phấn khích về thị trường. Thực tế thời kỳ bong bóng là giai đoạn rất nguy hiểm cho các nhà đầu tư và cho đến giờ hầu hết mọi người đều nhận biết nó theo hướng ngược lại. Họ tin rằng giá không thể giảm xuống và một khoản đầu tư mới rất có khả năng làm ra tiền, thường một cách nhanh chóng.

Trái lại, khi thị trường giảm một cách đáng kể, mọi người có xu hướng tin rằng chứng khoán hiện nay không còn hi vọng gì, đó là một khoản đầu tư thiệt hại. Thực tế là đang có một cơ hội, đặc biệt là nếu cổ phiếu bị định giá thấp. Tất nhiên, điều này sẽ có khả năng xảy ra khi nền kinh tế có vẻ yếu hoặc các yếu tố chính trị đang khiến cho doanh nghiệp và các nhà đầu tư sợ hãi. Tuy nhiên, đây là một cơ hội mua vào ở giá thấp, thường là sẽ tạo ra lợi nhuận trong dài hạn. Một lần nữa, nhà đầu tư thuận xu thế, cố gắng lướt trên đợt suy thoái, có nguy cơ gặp khó khăn khi thị trường bắt đầu đổi chiều. Một số nhà đầu tư theo ngày đã tận hưởng giai đoạn hạnh phúc trong các năm 2001-2002 bằng cách liên tục bán khống thị trường, cho đến khi nó đổi chiều vào năm 2003 và họ rất chậm thay đổi sang một thị trường giá tăng.

Cách tiếp cận mà tôi đang đề xuất đôi khi được gọi là đầu tư nghịch xu thế. Cách tiếp cận đó dựa trên ý tưởng rằng các thị trường sẽ xoay chiều qua lại, do đó nhìn chung chiến lược tốt nhất là đi theo quan điểm ngược lại. Tuy nhiên, các thị trường có xu hướng bộc lộ một phần thuận xu thế trong ngắn hạn. Nói cách khác là có một xu hướng, mặc dù nhẹ

nhàng thôi, rằng thị trường tăng giá hôm nay thì ngày mai sẽ tăng thêm nữa, ít nhất là trong một thời gian. Vì vậy, các nhà đầu tư hữu hiệu rất có thể sẽ khai thác điều đó, miễn là họ đừng quá bị kích động, trong khi các nhà đầu tư nghịch xu thế có thể phải chờ một thời gian trước khi giá di chuyển sang hướng đúng.

Trên thực tế, việc xác định thời điểm thị trường một cách thành công là rất khó khăn. Tôi đang đề xuất rằng chỉ nên đề phòng các định giá cực đoan, và hãy nhạy cảm với trạng thái phấn kích vì bong bóng cũng như tuyệt vọng với các vụ phá sản. Hơn nữa, tôi không đề nghị bán hết mọi thứ hay mua vào bừa bãi đối với cổ phiếu hoặc bất kỳ loại tài sản nào khác. Thay vào đó, các nhà đầu tư nên cân nhắc việc chuyển tỷ lệ của một số loại, trong các giới hạn nhất định. Để minh họa, chúng ta hãy xem một người ở độ tuổi 50 vào cuối thập niên 1990, dự định sẽ có trung bình 50% danh mục đầu tư vào cổ phiếu. Khi bong bóng phình ra, lý tưởng là họ có thể giảm danh mục xuống còn 40% hoặc có thể là 30% vào đầu năm 2000, nhưng có lẽ là không nên thấp hơn nữa.

Rõ ràng rằng họ đã bỏ qua một phần của đợt tăng giá và đã thiệt hại một số tiền trong các đợt giảm giá, khi mà tỷ lệ 30% vẫn là quá nhiều. Nhưng hãy so sánh điều này với những gì mà hầu hết mọi người đã làm. Khi thị trường lên cao hơn, họ trở nên ngày càng say mê cổ phiếu và ngày càng đổ nhiều vốn vào. Ví dụ như tỷ lệ người Mỹ sở hữu các quỹ hỗ tương đã tăng từ 31% năm 1994 lên đến 48% năm 2000. [113] Thường thì họ đầu tư tỷ lệ cao nhất cho các cổ phiếu có giá tăng nhanh nhất, chẳng hạn như các công ty công nghệ (mà sau đó cũng bị giảm giá nhanh nhất).

Tương tự như vậy, trong giai đoạn 2002-2003, đã có một nỗi lo ngại rất lớn đây không phải là một thời điểm tốt để nắm giữ cổ phiếu. Mặc dù vậy, lý tưởng là các nhà đầu tư nên bắt đầu mua vào, tăng tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ trong danh mục tiến đến tỷ lệ khoảng 50%. Năm 2007, một lần nữa giá cổ phiếu tăng nhanh, đặc biệt là với các thị trường mới nổi đang hiển thị các dấu hiệu phấn khích. Một số tỷ lệ đã được giảm

một cách thích hợp, đặc biệt là sau khi cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu vào tháng Tám. Năm 2009, tùy thuộc vào tình hình cuộc khủng hoảng tài chính và suy giảm kinh tế lúc đó, có lẽ sẽ lại có các cơ hội mua vào.

Nhân tiện đây, các bạn lưu ý rằng nếu cổ phiếu có lợi nhuận cao hơn so với trái phiếu và tiền mặt, như đã có trong suốt giai đoạn cuối thập niên 1990, thì bản thân việc không hành động gì cả cũng sẽ giúp tăng tỷ lệ cổ phiếu trong danh mục, chỉ cần thông qua việc định giá hiệu quả. Đây là lý do tại sao một số chuyên gia khuyên bạn nên giữ một tỉ lệ cố định các cổ phiếu, trái phiếu và tiền mặt và "tái cân bằng" danh mục theo định kỳ. Việc tái cân bằng chỉ cần thực hiện hàng năm, hoặc nhiều nhất là hai lần một năm. [114]

Một trong những nhà đầu tư thành công nhất mọi thời đại, Warren Buffett, lại có một phương pháp tiếp cận trái ngược. Ông thường được cho là một nhà đầu tư dài hạn, đúng là như vậy, nhưng ông ấy không chỉ là một nhà đầu tư mua-và-giữ. Ông sẽ giảm tỷ lệ nắm giữ nếu giá tăng hơn mức mà ông cho là hợp lý, rồi sau đó ông mua vào khi tất cả những người khác hoảng loạn và bán ra. Trong suốt giai đoạn cuối thập niên 1990, có đôi lần ông nhận xét về bong bóng thị trường và từ chối mua cổ phiếu công nghệ vì ông không hiểu chúng. Sau đó, khi bong bóng phình to hơn, hình ảnh đáng kính trọng của ông trong lòng các nhà đầu tư đã lu mờ; nhưng rồi khi thị trường sụp đổ, ông đột nhiên trở lại vị trí đầu.

Vào thời điểm tôi viết quyển sách này, cổ phiếu đang lâm vào giai đoạn sụp đổ do khủng hoảng tài chính và sự lo ngại sẽ có suy giảm kinh tế tồi tệ hơn. Giá đã giảm trở lại ở khắp mọi nơi nhưng vẫn còn sự lo sợ rằng lợi nhuận sẽ giảm một cách đáng kể so với năm 2007-2008. Một cuộc suy thoái đột ngột đã diễn ra tại Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản và vấn đề đặt ra là nó nghiêm trọng đến đâu và kéo dài trong bao lâu. Trong quyển Bubbles and How to Survive Them , được hoàn thành vào năm 2004, tôi đã lập luận rằng chính sách lúc đó về lãi suất thấp và mở rộng

tài khóa "có khả năng gây nguy hiểm cho tương lai, vì có thể sự hồi phục hiện nay sẽ dần mở rộng trong một vài năm tiếp theo, đến khi các định giá lại quá cao, khi mọi người trở lại thị trường. Tôi tin rằng có chỗ cho lợi nhuận vừa phải từ mức giá hôm nay (tức là chỉ số S&P 500 tại mức 1.100), nhưng nếu hệ số này tiếp tục tăng mạnh trong năm 2005 và 2006 thì nó sẽ lại chạm đến giới hạn giá hợp lý và các nhà đầu tư có lẽ nên thận trọng và bắt đầu giảm tỷ lệ". Đây chính xác là những gì mà chúng ta đã thấy, khi bong bóng nhà ở tại Mỹ và các nơi khác, cùng với sự phấn khích do tăng trưởng kinh tế nhanh ở Trung Quốc, Ấn Độ, và các quốc gia mới nổi lên, đã đẩy giá cổ phiếu lên cao hơn. Vào đầu năm 2007, tôi đã cảnh báo rằng sự hào phóng đã trở lại và rằng các thị trường đang có nguy cơ giảm giá.

Nhiều thị trường chứng khoán mới nổi đã trải qua nhiều đợt bùng nổ khổng lồ trong giai đoạn 2005-2007, đặc biệt là Trung Quốc, Ấn Độ, Brazil và Nga. Hong Kong cũng đã chứng kiến một đợt lớn, liên quan đến sự lạc quan về Trung Quốc. Giá ở một số thị trường rõ ràng đã đi vào giai đoạn bong bóng – P/E cao hơn 20 lần – ví dụ như trên 50 lần ở Trung Quốc, 30 lần ở Ấn Độ, và 21 lần ở Hong Kong. Tại Brazil và Nga, lợi nhuận cũng tăng cao, do giá cả hàng hóa cao, giúp giữ hệ số P/E dưới 20. Nhưng với tôi, các thị trường đó vẫn có vẻ giống bong bóng vì sự hồ hởi, phấn khích quá mức; và cũng vì tôi đã xem bản thân giá cả hàng hóa, đặc biệt là giá dầu, là một bong bóng. Lần này các định giá trong các thị trường chính đã không đạt đến mức độ bong bóng, nhưng đã dao động khoảng 18-20 lần, mức giới hạn cao nhất, và tôi đã quan tâm đến hai lý do. Thứ nhất, vào năm 2007, lợi nhuận đã đạt đến các mức độ chưa từng có trong mối tương quan với GDP ở một số điểm, mang đến rủi ro rất nghiêm trọng là nó không thể được duy trì. Một lo ngại khác của tôi là bong bóng nhà đất, vốn đã đạt đến cấp độ cực đoan ở nhiều quốc gia và đã bắt đầu xì hơi ở Mỹ, có thể ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế.

Tôi ước gì mình có thể nói rằng tôi đã nhìn thấy trước những sự kiện

tai hại của năm 2007-2008, nhưng mặc dù tôi đã ngày càng sợ hãi một kết quả tệ hại thật sự thì cũng phải thú nhận rằng điều này chưa bao giờ là viễn cảnh chính mà tôi lường tới, ít nhất là cho đến khi có quyết định cho phép Lehman Brothers phá sản vào tháng 9/2008. Tuy nhiên, được giúp đỡ bởi các phương pháp tiếp cận thị trường đã nêu ở đây, tôi đã có thể dần giảm tỷ lệ cổ phiếu trong danh mục cá nhân trong suốt năm 2007 trước cuộc khủng hoảng và giảm thêm trong năm 2008, dựa trên quan điểm rằng giá đã được định quá cao và các thị trường đơn giản là đã phát triển quá nóng. Thị trường chứng khoán ngày nay với mức giá đã được giảm nhiều đã mở ra các cơ hội mua vào với giá hấp dẫn. Quan điểm của tôi vẫn là các nhà đầu tư cần phải có một danh mục đa dạng, nhưng như lịch sử đã cho thấy, mua cổ phiếu khi giá thấp và hầu hết các nhà đầu tư đang bi quan sẽ tạo ra lợi nhuận trong dài hạn. Tôi không có một quả cầu pha lê, và hơn nữa, vào lúc bạn đọc những dòng này thì thị trường vẫn đang chuyển động. Nhưng cách tiếp cận tốt nhất là mua dần dần, khi giá đang ở mức thấp.

VƯỢT QUA BONG BÓNG BẤT ĐỘNG SẢN

Năm 2004, tôi đã lập luận rằng "bong bóng bất động sản là điều làm cho các cá nhân phải lo ngại nhất vào lúc này... Đã có những dấu hiệu rõ ràng của một bong bóng đã phình to tại Anh, Úc, Tây Ban Nha, và Hà Lan – đó chỉ là những trường hợp rõ ràng nhất – và một bong bóng mới nổi tại Mỹ, đặc biệt là trong một số lĩnh vực. "Tất cả các bong bóng này, ngoại trừ Hà Lan, đã phát triển một cách đáng kể trong hai hoặc ba năm sau đó, nhưng giờ đây đang sụp đổ nhanh chóng. Mức sụt giảm tiềm ẩn có lẽ là khoảng 30%-50% ở hầu hết các quốc gia, nhưng thậm chí cũng không loại trừ những sự sụt giảm nhiều hơn.

Năm 2004, tôi cũng đã cho rằng "các nhà đầu tư nên cân nhắc bán đi một số tài sản, trong khi các chủ nhà nên nghĩ đến việc thu hẹp vị thế bằng cách bán để mua một căn nhà nhỏ hơn, hoặc ở một khu vực rẻ hơn." Ngày nay, điều này có thể là quá trễ đối với nhiều người, nhưng điều này phụ thuộc vào thị trường và triển vọng cụ thể (chúng ta sẽ bàn

luận nhiều hơn về chủ đề này trong chương tiếp theo). Tất nhiên, ai cũng cần một nơi để sinh sống, do đó bán hết mọi thứ là cách làm thị trường thiếu nguồn cung so với tình trạng tự nhiên. Và việc bán khống sẽ tốn kém nếu lạm phát giá tiêu dùng tăng mạnh trong một vài năm tới, đưa giá nhà tăng theo.

Những ai tìm kiếm cơ hội mua vào hiện nay cần phải rất thận trọng. Việc giá đã giảm 50% ở một số khu vực nóng nhất không có nghĩa mua vào là tốt. Điều này nhiều khi chỉ dẫn đến việc mất đi 100% hoặc hơn số lợi nhuận kiếm được trong thời kỳ bong bóng mà thôi. Đã có nguy cơ của việc giảm nhiều hơn trong tương lai gần và ít cơ hội hồi phục giá. Cả những người nghĩ liệu có quá trễ để bán hay không và những người nghĩ đến việc mua vào đều nên tập trung cẩn thận vào lợi tức cho thuê. Một khi con số này thật sự hấp dẫn (xem Chương 10), thì đó là quá trễ để bán và có thể là thời điểm để mua. Thông thường ở các thị trường bất động sản giá giảm cần phải mất từ ba đến năm năm hay lâu hơn để giá chạm đáy, do đó, nói chung, thời điểm mua vào sớm nhất có lẽ là năm 2010. Trong thời gian này, các nhà đầu tư cần phải xem xét lại tổng thể danh mục.

QUỸ TRỢ CẤP VÀ QUỸ HƯU TRÍ

Quỹ trợ cấp đã có một sức ép tồi tệ trong những năm gần đây và một số người đã từ bỏ chúng trong chán ghét. Tuy nhiên chúng vẫn có sức hấp dẫn nhờ các quyền lợi về thuế, đặc biệt là đối với người nộp thuế tỷ lệ cao. Ví dụ như giả định thuế suất biên cao nhất là 40%, khi đó đóng góp vào quỹ trợ cấp bắt đầu là 66% thu nhập từ đầu tư trên thu nhập sau thuế. Tất nhiên, lệ phí và chi phí đã làm giảm lợi ích này, nhưng các vụ đầu tư dựa trên thu nhập sau thuế vẫn phải thật sự hiệu quả trong nhiều năm để bắt kịp.

Đưa ý tưởng trợ cấp về hình thức đơn giản nhất là các cá nhân cần phải mua một tài sản trong suốt thời gian làm việc để sau đó nó có thể mang lại thu nhập tương xứng trong thời kỳ nghỉ hưu. Khi tiền được cất giữ trong một quỹ hưu trí, khoản đầu tư này có thể mang lại lợi nhuận,

để với sự hỗ trợ từ "sức mạnh của lãi kép", vài thập kỷ sau đó nó sẽ có giá trị cao hơn. Hiện tượng lãi kép là lý do tại sao các nhà tư vấn đầu tư luôn thuyết phục mọi người bắt đầu tiết kiệm vào các quỹ trợ cấp càng sớm càng tốt.

Ví dụ giả định lợi nhuận đầu tư hàng năm là 3% (trong điều kiện thực tế), một người đầu tư 1.000 USD khi nghỉ hưu ở tuổi 65 sẽ nhận được trị giá 3.260 USD nếu nó được dành dụm từ năm 25 tuổi và có 40 năm hưởng lãi suất kép, nhưng họ chỉ nhận được 1.800 USD nếu đầu tư ở tuổi 45. Trong 20 năm đầu tư, lợi nhuận là 800USD, trong khi với 40 năm thì lợi nhuận là 2.260 USD, tỷ lệ rõ ràng cao hơn nhiều.

Để có được thu nhập là hai phần ba tiền lương cuối cùng (đây thường là mục đích của một chương trình có mức hưởng thụ được xác định trước), các cá nhân cần phải để ra (hoặc yêu cầu công ty làm như vậy) ít nhất 15-20% tiền lương hàng năm từ khi 25 tuổi cho đến năm 65 tuổi. Số tiền chính xác phụ thuộc vào hiệu quả đầu tư và tình trạng chính xác của những khả năng trợ cấp (ví dụ như nó có được liên kết với chỉ số lạm phát hay không). Đó là những gì nó cần có để trả lại hai phần ba mức lương trung bình trong 20 năm hoặc tương đương khi 65 tuổi. Một lần nữa, chúng ta lại thấy sức mạnh của lãi suất kép. Mặc dù số tiền được đầu tư chỉ là khoảng 20% tiền lương trong 40 năm, các cá nhân có thể kỳ vọng được nhận trợ cấp cho 20 năm sau đó với trị giá đến 67% tiền lương. Tuy nhiên, quy mô của khoản thanh toán bắt buộc bỏ vào quỹ là rất nhạy cảm đối với lợi nhuận đầu tư, vốn đã gây ra sai lầm nghiêm trọng trong suốt thập niên 1990.

Hiện nay, với nhiều chương trình có mức thụ hưởng được xác định đã không còn kết nạp thành viên mới (và trong một số trường hợp là với cả các thành viên hiện tại), rủi ro đầu tư đã được chuyển lại cho người lao động. Về nguyên tắc, điều này có thể tạo ra một ít sự khác biệt trong số tiền trợ cấp cuối cùng, nếu các công ty trả cùng một số tiền cho các kế hoạch đóng góp được xác định như họ đã làm trong các chương trình cũ. Tuy nhiên, nhiều công ty đã nhân cơ hội này cắt giảm mức đóng góp

trung bình và điều này cuối cùng có nghĩa là người lao động sẽ nhận được một khoản trợ cấp kém hơn, trừ khi họ đóng góp thêm. Tại Anh đã có những cuộc đình công để phản đối vấn đề này và có vẻ như nó đã trở thành một sự đấu tranh gian khổ ngày càng tăng.

Tuy nhiên, phần lớn vẫn phụ thuộc vào hiệu quả đầu tư và các thị trường. Các hiệu quả đầu tư nghèo nàn có nghĩa là khoản trợ cấp cuối cùng cũng gây thất vọng hoặc mọi người có thể phải tiếp tục làm việc lâu hơn thời gian đã hy vọng. Ngoài ra, nếu thị trường giảm mạnh ngay trước khi nghỉ hưu thì nhân viên có thể thiệt hại; tuy nhiên, nếu quản lý hiệu quả thì đây không phải là một vấn đề, vì khi gần nghỉ hưu thì tài sản nên được thoát dần ra khỏi cổ phiếu và chuyển vào các tài sản có thu nhập cố định.

Với chương trình có mức thụ hưởng xác định, các cá nhân phải đối mặt với một rủi ro khác – rủi ro công ty của họ không trả tiền trợ cấp đã hứa vì nó đã bị phá sản. Làm thế nào một người có thể chắc chắn được rằng các công ty bền vững nhất và đáng kính trọng nhất vẫn còn tồn tại sau 50 năm?

Như đã thảo luận trong Chương 4, các công ty đang đấu tranh để xác định chiến lược đầu tư tốt nhất cho một chương trình có mức thụ hưởng xác định và con lắc đã dao động về hướng giữ nhiều trái phiếu hơn và ít cổ phiếu đi. Nhưng đối với những ai tự kiểm soát quỹ trợ cấp thì điều này có thể không phải là câu trả lời đúng. Điều này phụ thuộc phần lớn vào tuổi tác. Đối với những người trẻ hoặc khá trẻ thì một tỷ lệ lớn chứng khoán có thể là canh bạc tốt nhất. Chứng khoán có xu hướng mang đến hiệu quả cao hơn các tài sản khác trong dài hạn. Nếu họ thấy thất vọng thì vẫn còn rất nhiều thời gian để hồi phục và các đóng góp tiếp theo sẽ có giá rẻ hơn. Các cá nhân, không giống như các công ty, không cần phải lo lắng về các vấn đề về kế toán gắn liền với thị trường. [115] Như vậy trừ khi vẫn còn đến 15 năm nữa mới nghỉ hưu, tiêu chuẩn phân bổ nên dành phần lớn cho chứng khoán. Tất nhiên, như đã đề cập ở trên, khi giá chứng khoán đắt và đặc biệt là khi chúng có vẻ bước vào

thời kỳ bong bóng thì phân bổ thực tế thường là nên dưới tiêu chuẩn này.

Thế còn với một người đang hơn 50 hoặc 60 tuổi sẽ nghỉ hưu sớm thì sao? Nói chung thì lời khuyên là kế hoạch trợ cấp của họ nên giữ thêm nhiều tài sản thu nhập cố định. Nhưng hãy nhớ rằng, mặc dù các khoản phải trả vào chương trình có thể kết thúc trong một vài năm nữa, thì các khoản tiền được chi ra lại được quy định tiếp tục trong khoảng 30 năm, vẫn là một thời gian dài về mặt đầu tư. Vì vậy nó phụ thuộc vào sự sắp xếp. Nếu toàn bộ trợ cấp được sử dụng để mua một khoản niên kim (annuity) vào lúc nghỉ hưu, chỉ trong một vài năm, thì kế hoạch chắc chắn nên chuyển về đầu tư thêm trái phiếu và ít cổ phiếu. Và trong vài năm cuối trước khi mua khoản niên kim, thì nên khôn ngoan giảm tỷ lệ chứng khoán xuống còn 20% hoặc thấp hơn để phòng trường hợp thị trường chứng khoán giảm. Nhưng nếu quỹ trợ cấp vẫn tiếp tục đầu tư dài hạn hơn, có thể là đến tận 75 tuổi – thời hạn cuối cùng có thể mua niên kim tại Anh hiện nay – thì sẽ có nhiều thời gian để quỹ phát triển và nó nên tiếp tục nắm giữ một tỷ trọng lớn chứng khoán.

Liệu việc đề cập đến bất động sản trong một quỹ trợ cấp thì có hợp lý không? Câu trả lời là có, một khi bong bóng đã xì hơi hết. Tôi kỳ vọng rằng sẽ có nhiều cơ hội trong các năm tới để đưa cả bất động sản dân cư và bất động sản thương mại vào một danh mục tốt. Tuy nhiên, tất cả phụ thuộc vào lợi tức và chu kỳ. Thật không may, nhiều người đã phải chịu hậu quả vì đã mua ở giá cao trong những năm bong bóng, khi các định giá không thể được chứng minh. Hơn nữa, điều quan trọng là không được nắm giữ bất động sản quá lâu, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư có vốn khiêm tốn.

Đối với hầu hết mọi người, nhà riêng của họ là một tài sản dài hạn cần cho sự sống, nó mang lại cho họ một nơi sinh sống vĩnh viễn. Các nhà kinh tế nói rằng việc sở hữu một căn nhà tượng trưng cho một cuộc sống khác với ở nhà thuê, vốn kết quả cũng tương đương nhau. Bất

động sản cũng là một cách hữu ích chống lại lạm phát, vốn có thể cùng đề cập đến một điều, và việc chống lạm phát thì đặc biệt quan trọng đối với những người nhận tiền trợ cấp vốn thường dựa vào thu nhập khá cố định. Nhưng việc quá phụ thuộc vào việc đầu tư bất động sản cũng có thể là một sai lầm. Điều quan trọng là phải giữ một danh mục đa dạng, bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu cũng như bất động sản.

CẦN PHẢI THỰC TẾ KHI ĐÁNH GIÁ LỢI NHUẬN THU ĐƯỢC

Trong suốt thập niên 1990, nhiều nhà đầu tư cổ phiếu đã bắt đầu xem lợi nhuận hai chữ số là bình thường và họ mong đợi nó tiếp tục mãi mãi. Trong giai đoạn 2001-2007, họ cũng nhìn lĩnh vực nhà ở theo cách như vậy. Tuy nhiên, rốt cuộc lợi nhuận không hề cao như vậy mà có vẻ như trong tương lai lợi nhuận còn thấp hơn mức trung bình. Trong Chương 10, tôi đã đặt ra lợi nhuận kỳ vọng cao hơn lạm phát cho nhiều loại tài sản khác nhau trong khoảng thời gian rất dài, từ 2%-4% trên trái phiếu chính phủ cho đến 5%-7% trên chứng khoán. Tôi đã đặt bất động sản ở giữa, với lợi nhuận thực sự có khả năng đạt 4%-6% mỗi năm. Nhưng đây là lợi nhuận trung bình trong dài hạn. Trong thời kỳ bong bóng thì lợi nhuận sẽ cao hơn nhiều trong một vài năm và các nhà đầu tư bắt đầu tin rằng "bữa tiệc" có thể tiếp tục mãi. Và sau đó đến các đợt phá sản và lợi nhuận lúc đó lại thấp hơn mức trung bình, thường là âm, và một lần nữa, mọi người lại bắt đầu xem điều này là chuẩn mực và sau một thời gian thì tháo lui.

Cả hai thái độ này đều sai. Thực tế đáng buồn là trong dài hạn, rất khó để biến một số tiền nhỏ thành một số tiền lớn chỉ đơn thuần bằng cách mua tài sản. Điều đó có thể thực hiện được, nhưng chỉ có thể được bằng cách nhận lấy rủi ro lớn hơn và vay nợ nhiều hơn cùng với việc ước tính thời điểm thị trường chính xác. Những người tránh phải vay quá nhiều nợ và theo đúng các chiến lược phân chia tỷ lệ đầu tư đã được miêu tả ở trên thì chắc chắn cũng có thể trở nên giàu có, nhưng không phải là một bước từ khố rách biến thành đại gia. Nói chung, đầu tư vào tài sản được xem như cách tốt nhất để bảo toàn và tăng trưởng sự giàu

có một cách vừa phải. Và cách duy nhất đáng tin cậy để tích lũy sự giàu có lúc đầu là qua làm việc, dù bằng tiền lương hay bằng tiền điều hành doanh nghiệp. Theo cách hiểu này, tài sản tuyệt vời nhất của con người chính là khả năng của bản thân họ. [116]

Việc xem xét rủi ro của các khoản đầu tư khác nhau là rất quan trọng. Rủi ro sẽ cao nhất khi giá cao và thấp nhất khi giá thấp. Tuy nhiên, như tôi hy vọng rằng tôi đã nói rõ, trong khi quyết định một cách chính xác khi nào thì các định giá là cao hay thấp không phải là một khoa học thì vẫn có nhiều trường hợp sai, đặc biệt là trong các khoảng thời gian ngắn. Thậm chí ngay cả sau một đợt sụt giảm thị trường mạnh mẽ khiến giá có vẻ rẻ thì nó vẫn có thể rẻ hơn nữa, hoặc vì tâm trạng của các nhà đầu tư vẫn còn không tốt hoặc vì có nhiều tin xấu hơn.

Một số nhà đầu tư tích cực tin tưởng rằng cách đối phó với các đợt sụt giảm thị trường là chờ đợi các chỉ số kỹ thuật rõ ràng, ví dụ như mức độ dao động giá trung bình trước khi mua vào lần nữa. Tuy nhiên, trừ khi thời điểm được tính toán để có giá trung bình là ngắn hạn (làm tăng nguy cơ rằng đó không phải là mức đáy cuối cùng), nếu không nhà đầu tư sẽ bỏ lỡ phần tăng giá đầu tiên. Và thông thường, nếu một nhà phân tích kỹ thuật chờ đợi có sự xác nhận rõ ràng của sự hồi phục thì thị trường đã tăng lên rất đáng kể trước đó.

Với hầu hết các nhà đầu tư, tôi nghĩ rằng họ chỉ có thể chấp nhận rủi ro. Cổ phiếu có thể giảm giá và chúng có thể giảm về cơ bản, với danh mục cổ phiếu dễ dàng giảm 40%-50% như chúng ta đã thấy gần đây, và có thể còn hơn nữa nếu trong tình huống sụp đổ thị trường. Bất động sản cũng có thể giảm giá, với mức giảm có thể có là 30%-50% trong một môi trường lạm phát thấp; và trong tình huống sụp đổ thị trường thì mức giảm chắc chắn cũng sẽ cao hơn.

Tuy nhiên, các thị trường giá giảm lớn đã mang đến cơ hội mua tài sản với giá rẻ cho các nhà đầu tư dài hạn. Tất nhiên, khi thị trường đang sụp đổ thì việc mua vào cũng khó khăn như việc bán ra (hoặc đôi khi

chỉ cần không mua) khi thị trường đang ở thời kỳ bong bóng. Nhưng khi tất cả mọi người đều bi quan về thị trường thì một cái nhìn thực tế về lợi nhuận tài sản trong dài hạn có thể mang đến các kết quả tốt. Nếu mua vào sớm quá thì có thể bị thiệt hại. Khi thị trường giảm sâu hơn sau khi đã mua vào thì các nhà đầu tư sẽ ước gì họ chờ thêm một chút nữa. Tuy nhiên, trong dài hạn, nếu họ mua khi giá vừa phải thì thường sẽ có kết quả tốt.

LỢI NHUẬN TỪ TÀI SẢN PHỤ THUỘC CHỦ YẾU VÀO LẠM PHÁT

Tất cả các nhóm tài sản chính đều đặc biệt có hiệu quả tốt trong các môi trường kinh tế nhất định và có kết quả đặc biệt tồi tệ trong những môi trường khác. Ở đây tôi không nghĩ theo tháng mà đang đề cập đến kỳ hạn hàng năm hoặc hàng thập kỷ. Và một trong những biến số quan trọng nhất là tỷ lệ lạm phát giá tiêu dùng. Ví dụ như trong những năm gần đây, trái phiếu đã được chào mời rộng rãi như là nhóm tài sản tốt nhất trong dài hạn. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ xếp hàng dài đầu tư vào trái phiếu công ty, đặc biệt là trong giai đoạn 2003-2005 khi cổ phiếu còn có vẻ rất nguy hiểm. Các quỹ hưu trí và các nhà đầu tư tổ chức khác bắt đầu tập trung vào trái phiếu như là loại tài sản an toàn nhất để đáp ứng các nghĩa vụ của họ trong tương lai. Nhưng trên thực tế, trái phiếu truyền thống là một công cụ đầu tư có rủi ro cao nếu lạm phát trở lại. Trong thập niên 1970, các nhà đầu tư vào trái phiếu đã phải đối mặt với thiệt hại rất lớn, nếu tính theo mức thực tế. Sự giàu có nhờ vào trái phiếu đã bị sụt giảm 50-60% hoặc nhiều hơn qua một số giai đoạn lạm phát cao nhất định.

Tất nhiên, lạm phát có thể không trở lại với quy mô đó. Trên thực tế, tôi sẽ ngạc nhiên nếu nó đúng như vậy, ít nhất là trong một vài năm. Tuy nhiên cũng có thể. Nếu cuộc chiến đối phó với sự sụt giảm kinh tế hiện tại cuối cùng dẫn đến việc in tiền và một nền kinh tế tăng trưởng thì lạm phát sẽ quay lại. Hoặc nếu một cuộc chiến tranh mới lại xuất hiện ở đâu đó thì lạm phát có thể là kết quả có nhiều khả năng nhất. Do

đó không ai nên nghĩ rằng trái phiếu chính phủ truyền thống không phải là một khoản đầu tư rủi ro, đặc biệt là trong quan điểm dài hạn hơn. Danh mục trái phiếu cần phải được cân đối bởi các tài sản khác được bảo vệ khỏi lạm phát. Tuy nhiên, trên cơ sở lạm phát liên tục ở mức 2% mỗi năm, tôi đã đề xuất rằng lợi tức trái phiếu nên nằm trong khoảng 4%-6%, do đó trái phiếu sẽ trở thành một lựa chọn mua vào hấp dẫn nếu lợi tức tăng lên lại 5%-6% trong những năm tới.

Một kịch bản giảm phát sẽ khiến cho các khoản đầu tư bất động sản trở nên kém cỏi nhất. Điều đó cũng sẽ gây khó khăn cho cổ phiếu, đặc biệt là cổ phiếu của những công ty có rủi ro cao. Như vậy, ở đâu cũng tồn tại rủi ro. Công cụ đầu tư duy nhất thật sự an toàn là trái phiếu chính phủ liên kết với hệ số lạm phát. Lợi tức của Trái phiếu chính phủ được bảo vệ khỏi lạm phát (TIPS – Treasury Inflation Protected Securities) kỳ hạn 10 năm của Mỹ đã tăng trong năm 2008, lên khoảng 2,5-3%, khiến chúng trở nên hấp dẫn hơn trong nhiều năm, mặc dù lợi tức vẫn còn thấp hơn nhiều so với tín phiếu liên kết với chỉ số của chính phủ Anh. Để có được lợi nhuận cao hơn 2-3% so với lạm phát, nhà đầu tư phải chấp nhận rủi ro. Theo quan điểm của tôi, câu trả lời hay nhất (và đây là kết luận của lý thuyết tài chính và hầu hết các chuyên gia đầu tư) là nắm giữ một danh mục đa dạng, bao gồm cả cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản. Tuy nhiên, trong khi nhiều nhà tư vấn khuyên bạn chỉ nên đơn giản là đi theo chiến lược “mua và giữ” thì tôi nghĩ rằng điều quan trọng là phải cố gắng giảm tỷ trọng tài sản khi nó có vẻ lâm vào thời kỳ bong bóng và tăng tỷ trọng lên khi thị trường đang suy sụp.

Một lĩnh vực rủi ro khác cũng cần phải ghi nhớ là tín dụng. Khi mọi người tin rằng giá tài sản sẽ tăng nhanh thì họ rất ít e ngại vay mượn nhiều hơn so với thu nhập, hoặc trong đầu tư bất động sản là so với phần tiền cho thuê. Và cho đến nay các thời điểm giá tài sản sẽ tăng nhanh vẫn có vẻ rất hạn chế, và sau một đợt bong bóng thì thường có một đợt suy sụp. Lãi suất thế chấp trung bình theo thời gian là cao hơn lạm phát khoảng 4-5% (lãi suất chính thức cao hơn lạm phát khoảng 2-

3%, cộng thêm biên độ thế chấp khoảng 2% nữa), do đó lợi nhuận thu được từ việc đi vay để mua tài sản thường chỉ vừa phải chứ không quá lớn. Và nếu các tài sản được mua khi giá đang cao, hoặc nếu người đi vay bị đánh bại bởi cuộc chiến lãi suất cao thì khi đó có nguy cơ thực sự lâm vào tai họa.

THỬ NGHIỆM MỘT BÀI KIỂM TRA

Một kỹ thuật được các định chế tài chính sử dụng rộng rãi là "kiểm tra khả năng chịu đựng" (stress test) của vị thế tài chính của họ. Họ muốn biết những gì sẽ xảy ra trong trường hợp xấu nhất. Trên thực tế, các ngân hàng thường không dùng đến những kịch bản xấu nhất có thể tưởng tượng ra, vì thường thì khi đó hầu hết mọi danh mục đều gặp nhiều rắc rối. Ví dụ như có bao nhiêu hộ gia đình sẽ gặp khó khăn nếu lãi suất tăng lên 5%, giá bất động sản giảm 65% và giá cổ phiếu giảm 50%? Đó chính là tình huống đã xảy ra với Hong Kong trong giai đoạn 1997-2000 và điều may mắn là nền kinh tế Hong Kong đã không tệ hơn nữa!

Một bài kiểm tra "hợp lý" cho độc giả ở Mỹ, Anh và Canada có thể là xem xét tác động của việc lãi suất tăng 3%, giá nhà giảm (thêm) 30% và cổ phiếu giảm (thêm) 40%. Rõ ràng một kịch bản như vậy sẽ tàn phá vị thế tài sản của nhiều người. Nhưng ý tưởng của bài kiểm tra là không phải để xem liệu bạn thích nó hay không, mà là bạn có sống sót khi trải qua hay không! Liệu bạn có bị buộc phải bán xe? Hoặc có thể là ngay cả nhà ở? Bạn có bị buộc phá sản không? Liệu việc nghỉ hưu của bạn có cần phải quyết liệt trì hoãn không? Nếu câu trả lời cho bất kỳ câu hỏi nào trên đây là "có" thì nghĩa là bạn có quá nhiều rủi ro. Với những người trẻ hơn, rủi ro lớn hơn có thể được chấp nhận vì họ vẫn còn thời gian để hồi phục khỏi tổn thất bằng cách kiếm ra nhiều tiền hơn trong tương lai. Nhưng với những người lớn tuổi thì điều này ít khả thi hơn.

Một trong những chủ đề chính của quyển sách này là để nhấn mạnh các tài sản đã trở nên quan trọng đến thế nào trong đời sống của chúng

ta và cho đến giờ có bao nhiêu rủi ro và bất ổn đi kèm với chúng. Để tìm được con đường an toàn trong mê cung đầu tư là một điều không dễ dàng. Mọi người đều cần phải có một ý tưởng rõ ràng về tất cả các tài sản và nghĩa vụ của họ và những rủi ro xảy ra xung quanh họ để đưa ra các quyết định tốt, không chỉ là đầu tư vào đâu mà còn là khi nào thì đổi công việc, liệu có nên vay thế chấp mới không, và khi nào thì nghỉ hưu. Điều quan trọng đối với các nhà đầu tư cá nhân không phải là bị cuốn vào sự tăng trưởng giàu có (trên giấy) khi giá cổ phiếu hoặc bất động sản tăng lên, và tương tự là không phải quá chán nản khi giá xuống thấp. Nếu càng có nhiều người kiểm soát tài sản một cách hợp lý và đưa ra các quyết định đúng đắn, tránh xa các đợt bùng nổ giá tài sản và duy trì kiểm soát nợ của mình, thì càng có nhiều khả năng là tổng thể thị trường và bản thân nền kinh tế sẽ ổn định.

Nếu chỉ có ba điều cần ghi nhớ về việc đầu tư thì chúng là những điều sau đây. Thứ nhất, việc tiết kiệm thường xuyên cộng với sức mạnh của lãi kép sẽ đem đến một khoản tiền khổng lồ nếu có đủ thời gian - nhưng bạn cần phải bắt đầu sớm. Thứ hai, đa dạng hóa giúp phân tán rủi ro và giúp dàn xếp sự tăng trưởng tài sản. Thứ ba, với bất cứ ai vẫn còn làm ra tiền, việc giá tài sản giảm nên được xem là một cơ hội chứ không phải là một tai họa, trong khi giá tăng nên được xem xét cẩn thận hơn là hân hoan vui sướng. Và các đợt bong bóng, khi tất cả mọi người đều thấy tài sản đó là một khoản đầu tư tuyệt vời thì lúc đó nó đặc biệt nguy hiểm. Một khi giá tài sản được nhìn nhận như vậy, trái ngược với cách hầu hết mọi người nhìn nhận, thì bạn không chỉ đưa ra được các quyết định đầu tư đơn giản hơn mà bạn cũng sẽ ngủ ngon hơn.

---

[113]. Viện Đầu tư Doanh nghiệp, trích dẫn từ Financial Times , ngày

31/10/2003.

[114]. Để xem việc tái cân bằng hoạt động như thế nào, chúng ta hãy tưởng tượng một danh mục đầu năm có 50% cổ phiếu và 50% tiền mặt và trái phiếu. Trong suốt năm đó, cổ phiếu tăng giá 25%, trong khi tiền mặt và trái phiếu chỉ có 5%. Vào cuối năm, danh mục sẽ có 54,3% tỷ lệ cổ phiếu và chỉ có 45,7% tiền mặt và trái phiếu. Khi bán một số cổ phiếu để đưa tỷ lệ trở lại 50%, thực chất là các nhà đầu tư đang nhận tiền lời từ xu hướng tăng giá và đang tăng phần trái phiếu nắm giữ. Một số người còn đầu tư thêm hàng năm thông qua các khoản tiết kiệm mới cũng có hiệu quả như vậy nếu đầu tư các khoản mới vào tiền mặt và trái phiếu chứ không phải là cổ phiếu.

[115]. Như đã ghi nhận trong Chương 4, các công ty đang phải chịu áp lực nghiêm trọng nếu các quỹ trợ cấp của họ thiếu vốn đầu tư khi tài sản của nó được "gắn với giá thị trường" (mark-to-market). Các cá nhân có thể dễ dàng xem xét dài hạn hơn.

[116]. Roger Bootle đã đề cập đến điểm này một cách rất thuyết phục trong tác phẩm Tiền chẳng để làm gì cả (Money for Nothing), Nicholas Brealey, năm 2003.

LỜI KẾT: SAU KHI THỊ TRƯỜNG NHÀ Ở PHÁ SẢN

Các tác động đã thể hiện của sự sụp đổ bong bóng nhà ở tại Mỹ trong giai đoạn 2006-2008 đã kích hoạt một loạt các cuộc khủng hoảng tài chính và kinh tế khiến người ta so sánh với các thảm họa của thập niên 1930. Vào tháng 10/2008, trong một vài tuần lo sợ, chúng ta đã tiến đến gần vực thẳm. Hệ thống tài chính quốc tế đã đạt đến bờ vực sụp đổ khi các ngân hàng từ chối cho nhau vay và bắt đầu thu hồi tín dụng đối với các công ty và người tiêu dùng. Các thị trường chứng khoán đã sụp đổ và các chính phủ đã bị buộc phải dùng các biện pháp tuyệt vọng để chống đỡ cho các ngân hàng và cung cấp các khoản bảo lãnh cho tín dụng ngân hàng. Khi quyển sách này được xuất bản thì Mỹ, Anh và nhiều quốc gia khác đang chìm sâu hơn trong cuộc suy thoái và lo ngại một cuộc suy giảm kinh tế nghiêm trọng nhất từ sau Thế chiến thứ hai.

Quyển sách “Bong bóng và cách tồn tại qua thời kỳ bong bóng” (Bubbles and How to Survive Them) đã cảnh báo rằng bong bóng nhà ở, trong trường hợp xấu nhất, sẽ tạo ra kết quả này, nhưng đề xuất rằng nó vẫn có thể được ngăn chặn. Tôi đã quá tự mãn. Cuộc suy thoái vào tháng Mười đã được kích hoạt bởi quyết định của Henry Paulson, Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ, cho phép Lehman Brothers phá sản vào tháng 9/2008 chứ không đưa ra hỗ trợ của chính phủ. Điều này ngay lập tức tạo ra sự lo ngại rằng các tổ chức tài chính quan trọng khác cũng có thể sụp đổ, làm lung lay niềm tin cơ bản giữa các ngân hàng vốn rất cần thiết cho sự vận hành của hệ thống. Nếu các ngân hàng không thể ký kết hợp đồng với nhau, cho các giao dịch về ngoại hối và lãi suất, các khoản vay ngắn hạn và tất cả các hoạt động thông thường khác của hệ thống tài chính hiện đại, mà không sợ đối tác phá sản, thì hệ thống đã bị đình trệ.

Vào lúc đó, Bộ Tài chính Mỹ đưa ra đánh giá rằng Lehman Brothers không phải là “quá lớn đến nỗi không thể sụp đổ” (too big to fail). Nói cách khác, những thiệt hại và hỗn loạn có thể được hấp thu. Một vài tuần sau đó, dường như giải thích lại chuyển sang là Lehman đã “quá lớn đến nỗi không thể giải cứu” (too big to save)! [117] Nói cách khác, chính phủ đã cảm thấy không thể bước vào Quốc hội và yêu cầu người đóng thuế đồng ý cho một khoản giải cứu tốn kém. Chỉ một vài ngày sau khi điều đó xảy ra, khi thị trường chứng khoán đã giảm 30% và sự sợ hãi cho nền kinh tế và hệ thống tài chính đã đạt đến đỉnh cao thì tình hình chính trị mới chín muồi cho phép chính phủ hỗ trợ cho lĩnh vực ngân hàng với quy mô lớn.

Tuy nhiên, ngay cả trước khi Lehman sụp đổ hoàn toàn, cuộc khủng hoảng tài chính cũng đã được nhận diện hàng tháng trời mà không có dấu hiệu cải thiện, trong khi nền kinh tế Hoa Kỳ và thế giới đang yếu đi. Giá nhà ở Mỹ đã giảm nhanh và các vụ xiết nợ cũng tăng nhanh. Nếu không phải là Lehman thì cũng sẽ có một cú kích hoạt khác, cho dù đó là một định chế tài chính sụp đổ đâu đó trên thế giới hoặc là một cuộc khủng hoảng của một quốc gia đang phát triển. Sự sụp đổ của Lehman xảy ra vì gần như luôn luôn cần phải có một cuộc khủng hoảng khổng lồ trước khi chính phủ các nước sẵn sàng can thiệp vào hệ thống tài chính. Nhưng sự can thiệp đó thường là dấu hiệu đầu tiên cho thấy cuộc khủng hoảng sắp diễn ra trong kiểm soát. Và trong khi Nhật Bản mất đến tám năm sau đỉnh bong bóng, đến tận năm 1998, để bắt đầu sắp xếp lại hệ thống ngân hàng thì Mỹ chỉ mất hai năm kể từ đỉnh bong bóng nhà ở vào giữa năm 2006. Hay so sánh với thập niên 1930, mặc dù lần này Mỹ đã cho phép một định chế lớn phá sản, nhưng nó đã không cho phép toàn bộ các ngân hàng sụp đổ, như đã xảy ra trong giai đoạn 1932-1933, trước khi nó hành động.

Như chúng ta đã thấy, chính sự kết hợp của bong bóng nhà ở và tín dụng đã gây ra cuộc khủng hoảng này. Người ta đã chỉ trích các quan chức ngân hàng, các cơ quan xếp hạng, các nhà điều hành và các nhà

đầu cơ. Một vài cá nhân trong số đó đã phải gánh chịu hậu quả, nhưng nhiều người đã tẩu thoát vô hại. Trong khi đó, những người dân vô tội đang mất nhà, mất việc hoặc tiền tiết kiệm. Vấn đề đặt ra là điều gì sẽ diễn ra tiếp theo? Đợt sụt giảm sẽ tồi tệ đến mức nào? Chính sách có thể làm gì để giảm thiểu nó? Làm thế nào các cá nhân có thể tự bảo vệ mình? Và chúng ta có thể làm gì để ngăn chặn dạng khủng hoảng này tái diễn?

Chính phủ các nước có nhiều khả năng tiếp tục làm mọi việc để ổn định hệ thống ngân hàng thế giới. Lúc đầu có một số chính phủ phản ứng chậm, nhưng họ đã nhanh chóng nhận ra là không có sự lựa chọn khác. Việc duy trì hệ thống ngân hàng là tuyệt đối quan trọng khi một cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra. Nhưng điều đó không có nghĩa là ngân hàng hoạt động như bình thường. Các ngân hàng phải đối mặt với thiệt hại ngày càng tăng do nền kinh tế suy giảm cả từ tín dụng nhà ở và các khoản tín dụng khác. Trong một hoặc hai năm tiếp theo, khi nền kinh tế trở nên tồi tệ hơn, chúng ta sẽ nghe thêm về các thiệt hại từ các khoản cho vay thẻ tín dụng, cho vay bất động sản thương mại, cho vay mua ôtô và các khoản cho vay công nghiệp nói chung. Trong môi trường này, ngay cả với các hỗ trợ của chính phủ, các ngân hàng vẫn có rất ít sự lựa chọn ngoài cách tiếp cận tín dụng một cách thận trọng. Họ cần phải tuân thủ rất chặt chẽ các tiêu chuẩn cho vay, trong khi việc tăng vốn đầu tư và dự trữ giúp tổ chức của họ bền vững hơn. Chỉ những người đi vay tốt nhất với thế chấp tốt hoặc dòng tiền vững vàng mới thấy việc đi vay là dễ dàng. Nhưng với việc giá tài sản yếu, thất nghiệp tăng cao và các doanh nghiệp đang chịu sức ép thì có rất ít người đi vay đáp ứng được các tiêu chuẩn nghiêm ngặt mới. Chúng ta đã thấy một thái cực hoàn toàn trái ngược với sự nới lỏng tín dụng lố bịch trong giai đoạn 2005-2007.

Có khả năng đáng kể rằng vùng lõm của đợt suy giảm kinh tế sẽ qua đi trong năm 2009, và rằng nền kinh tế thế giới sẽ quay lại thời kỳ tăng trưởng vào năm 2010. Tuy nhiên, tỷ lệ thất nghiệp sẽ tăng lên đáng kể

và không thể nói được sự suy giảm kinh tế sẽ tồi tệ đến đâu cũng như sự phục hồi sẽ mạnh mẽ đến mức nào. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã quyết định sử dụng các biện pháp định lượng để kích thích nền kinh tế, trong khi chính phủ mới sẽ thực hiện một gói kích thích tài chính lớn. Nhưng với việc giá tài sản giảm, người tiêu dùng đã tiết kiệm được nhiều hơn trước và hệ thống tài chính sẽ giữ chặt tín dụng trong một thời gian. Do đã không có một cuộc suy thoái nào trong hơn 15 năm qua, có thể sẽ có những phản ứng hơi quá mức cho đợt suy thoái này, khi các doanh nghiệp và người tiêu dùng đưa ra những viễn cảnh tồi tệ hơn.

Tuy nhiên, ngay cả kịch bản tồi tệ hơn cũng có thể xảy ra. Sự tương tác về việc thắt chặt tín dụng, giá tài sản thấp và một nền kinh tế thu hẹp có thể làm nổi bật xu hướng sụt giảm từ từ vốn rất khó đi đến hồi kết thúc. Quá nhiều nợ đã được tạo ra trong các thời kỳ bùng nổ, cả trong lĩnh vực nhà ở lẫn trong hệ thống tài chính, và quá trình giảm nợ có thể cần nhiều thời gian để có hiệu quả. Rất có khả năng sẽ lại có các cú sốc mới nảy sinh từ các áp lực trong hệ thống, chẳng hạn như phá sản của doanh nghiệp hoặc khủng hoảng nợ của quốc gia, sẽ làm chu trình trầm trọng thêm. Ngoài ra luôn tồn tại nguy cơ có các cú sốc mới từ bên ngoài do các sự kiện chính trị hoặc các vấn đề không liên quan khác, sẽ đánh mạnh vào nền kinh tế vốn đã bị tổn thương. Nhưng chắc chắn chúng ta sẽ có sự hồi phục. Câu hỏi ở đây không phải là “có hay không” mà là “khi nào”. Luôn luôn có một chu kỳ. Mọi người thường quên đi điều này khi giá đang tăng, tin rằng thời kỳ tốt đẹp sẽ tiếp tục mãi mãi. Khi đến giai đoạn thật sự tồi tệ thì mọi người đôi khi lại quên lần nữa, mất hy vọng như thể chu kỳ đã mất đi.

Nếu sự sụt giảm là vừa phải thì chúng ta có thể mong đợi lạm phát giảm trở lại tại Mỹ và Châu Âu, có thể là trong phạm vi 0%-1%, đặc biệt là khi giá cả hàng hóa có vẻ thấp. Trong một cuộc suy thoái sâu, giá tiêu dùng sẽ bắt đầu giảm hơn là tăng, tiếp tục làm giảm giá tài sản và nợ rồi dẫn đến môi trường giảm phát như đã được thảo luận trong Chương 3. Trong môi trường đó, chính sách lãi suất đã trở nên kém

hiệu quả hơn, vì rất khó khăn để tạo ra lãi suất thực âm cho người đi vay. Ngân hàng trung ương các nước bị buộc phải quay lại các phương pháp định lượng như bơm thêm tiền vào hệ thống ngân hàng và sử dụng bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương để mua các tài sản tài chính. Các biện pháp này dường như có hiệu quả rất chậm tại Nhật vào đầu thập niên 2000, nhưng Chủ tịch Fed Bernanke là một chuyên gia trong lĩnh vực này và không nghi ngờ gì rằng ông ấy sẽ rất tích cực và xoay xở được.

Sau khi đã theo dõi sự phá sản trong lĩnh vực nhà ở phát triển thành tình huống tồi tệ nhất (theo quan điểm của riêng tôi) trong giai đoạn 2007-2008, thật khó để chúng ta quá tự tin rằng sẽ ngăn chặn được các tình huống xấu nhất xảy ra một lần nữa trong các năm tới. Điều này phụ thuộc nhiều vào chính sách. Nó tái đảm bảo rằng chính phủ các nước, dường như đã nắm bắt các rủi ro rất chậm trong suốt năm 2008, gần đây đã trở thành những nhà hoạt động tích cực hơn. Tôi hy vọng các biện pháp chính sách mới sẽ thúc đẩy nền kinh tế, bao gồm cả các biện pháp tiền tệ và mở rộng tài khóa năng động. Lãi suất của Mỹ đã gần như ở mức 0% trong phần lớn năm 2009, trong khi lãi suất ở Anh và châu Âu cũng có nhiều khả năng tiến đến gần con số này.

Trong một cuộc suy thoái tồi tệ, các tổn thất của ngân hàng sẽ nhiều lên và chính phủ các nước có thể sẽ thấy rằng chi phí để tái cơ cấu vốn sẽ cao hơn mức mà họ đã hy vọng. Một nghiên cứu của IMF cho thấy đã có 124 đợt khủng hoảng ngân hàng có hệ thống trên khắp thế giới từ năm 1970-2007, chủ yếu là ở các nước đang phát triển, với chi phí tài khóa trung bình của chính phủ là khoảng 13% GDP. [118] Trên thực tế, chính phủ các nước đã phải cộng phần lớn con số này vào phần nợ công (public debt), do đó hệ số nợ/GDP của Mỹ ở mức 63% GDP trước cuộc khủng hoảng có thể đã trở thành 76%. Anh đã bắt đầu với một hệ số nợ thấp, ở mức 48%. Nhưng bên cạnh các chi phí tài chính trực tiếp để hỗ trợ cho các ngân hàng, còn có tích lũy nợ trong suốt thời kỳ suy giảm kinh tế dưới hình thức thâm hụt ngân sách, do chịu áp lực giảm thuế

thu nhập và tăng chi phúc lợi, cũng như mở rộng tài chính. Tôi e rằng hậu quả của cuộc khủng hoảng là tỷ lệ nợ/GDP của hầu hết các nước sẽ cao hơn nhiều so với mức 60% mà Liên minh Châu Âu đã nhắm đến và được đồng ý chung như một mức độ bền vững trong dài hạn.

Đối với một số quốc gia, sự gia tăng trong tỷ lệ nợ của chính phủ sẽ mang đến một cuộc khủng hoảng ngay lập tức, với một tỷ giá hối đoái suy sụp và thậm chí là một "cuộc đình công của người mua", khi các nhà đầu tư từ chối mua trái phiếu chính phủ trừ khi lợi tức thật sự rất cao. Iceland là một nạn nhân từ sớm (cho dù nó chỉ bắt đầu với tỉ lệ nợ của chính phủ là 24%), nhưng còn có một số quốc gia khác ở vùng Trung và Đông Âu và các nước vùng Baltic cũng gặp rủi ro. Với các quốc gia lớn, sự gia tăng trong tỉ lệ nợ chính phủ sẽ dễ dàng được tài trợ, đặc biệt là với nhu cầu rất cao về các công cụ đầu tư phi rủi ro trong những năm tới. Chúng ta đã thấy điều này tại Nhật trong thập niên 1990, khi tỷ lệ nợ công gộp (gross public debt ratio) tăng từ khoảng 65% GDP vào năm 1990 lên khoảng 170% như hiện nay. Nhưng sự nhảy vọt trong tỉ lệ nợ sẽ khiến cho trạng thái căng thẳng về tài chính dài hạn tiềm ẩn càng tồi tệ thêm. Hầu hết các chính phủ vẫn còn cam kết trợ cấp hưu trí và chăm sóc sức khỏe, trong khi tài trợ một cách dễ dàng cho những người nghỉ hưu hiện tại; tuy nhiên nó sẽ dẫn tới yêu cầu đóng thuế cao hơn khi tỷ lệ người nghỉ hưu trong dân số cả nước tăng lên. Trong khi đó chi phí chăm sóc y tế tiếp tục tăng nhanh hơn nhiều so với lạm phát. Các lựa chọn chính trị nghiêm khắc cũng cần thiết phải được thực hiện trước khi cuộc khủng hoảng trở nên nghiêm trọng hơn.

Các cá nhân cũng sẽ phải đối mặt với áp lực lên các kế hoạch hưu trí. Đối với những người theo chương trình mức đóng góp được xác định trước, nơi mà lợi nhuận đầu tư phụ thuộc vào hiệu quả thị trường, thì câu hỏi là các thị trường chứng khoán sẽ phục hồi từ cuộc khủng hoảng như thế nào. Trong năm 2008, các thị trường đã giảm xuống quá thấp nên lượng cổ phiếu trung bình được mua vào ở bất kỳ thời điểm

nào trong thập kỷ trước cũng đều rất thấp (hơn 20 năm đối với Nhật Bản). Hậu quả như vậy đã tàn phá mọi chiến lược mua-và-giữ (buy-and-hold) và cho thấy thị trường chứng khoán cần phải phục hồi mạnh mẽ để tạo ra tổng lợi nhuận tốt. Đối với những người trẻ tuổi, các mức độ thấp này có thể mang đến các cơ hội đầu tư dài hạn tốt, nhưng chỉ là điều an ủi nhỏ cho những ai đã tích lũy dần từ hơn một thập kỉ qua hoặc trước đó nữa khi giá đang cao hơn. Cũng có thể bản thân "sự sùng bái vốn cổ đông" (the cult of equity) sẽ mất đi trong vài năm tới. Đây là điều đã được xây dựng từng bước trong suốt giai đoạn thị trường tăng giá mạnh trong giai đoạn 1982-2000, và có vẻ bị tổn thương sau các thất vọng từ năm 2000. Hiển nhiên tôi không chắc chắn được rằng các nhà đầu tư sẽ duy trì niềm tin được trong bao lâu nếu chúng ta tiếp tục nhìn thấy các yếu kém trong thị trường, điều vốn dễ xảy ra hơn nếu suy giảm kinh tế cho thấy là rất nghiêm trọng hoặc kéo dài.

Những người đặc quyền vẫn tiếp tục được hưởng chính sách trợ cấp lợi ích đã xác định có thể cũng sẽ phải đối mặt với các giai đoạn lo ngại. Cuối cùng thì hiệu quả của các kế hoạch này phụ thuộc vào ba yếu tố: hiệu quả hoạt động của thị trường, sức mạnh của công ty tài trợ và lạm phát. Nếu hiệu quả thị trường kém, thì công ty tài trợ cần phải đóng góp thêm, điều này có thể gặp khó khăn khi nền kinh tế đang yếu kém, và tất nhiên là mọi thứ sẽ kết thúc nếu công ty bị phá sản. Điều đó không có nghĩa là tất cả nhân viên sẽ mất toàn bộ tiền trợ cấp, nhưng khoản thanh toán có thể bị giảm xuống. Trong khi đó các thành viên hiện hữu cũng sẽ không được đóng góp thêm các khoản mới. Sự phụ thuộc vào lạm phát là vấn đề dài hạn. Hầu hết các khoản trợ cấp của công ty chỉ có tác dụng bảo vệ rất hạn chế trước sự bùng nổ lạm phát cao. Nếu kết quả cuối cùng của cuộc khủng hoảng hiện nay là lạm phát thì các khoản trợ cấp sẽ có giá trị thấp hơn nếu xét theo điều kiện thực tế.

Nhiều người đã xem bất động sản dân cư là vật đảm bảo chính khi nghỉ hưu. Ngày nay rất nhiều người sở hữu một căn nhà, đôi khi là nhiều hơn một căn. Thật không may, triển vọng ở đây cũng không có gì

tốt, hay ít nhất là cho những ai đã mua với giá gần đỉnh bong bóng. Giá nhà sẽ còn yếu trong một thời gian nữa và giá cao đã từng thấy trong giai đoạn 2006-2007 có thể sẽ không đạt được một lần nữa trong nhiều năm tới, mặc dù triển vọng dao động rất lớn ở trong nước và giữa các nước.

TRIỂN VỌNG CỦA GIÁ NHÀ TRÊN TOÀN CẦU

Ngay cả khi sự suy giảm kinh tế có thể bị hạn chế thì triển vọng của giá nhà nhìn chung có vẻ ảm đạm đối với tôi. Các khoản vay thế chấp đã được thắt chặt hơn trước nhiều, yêu cầu các khoản thanh toán lần đầu cao hơn và hạn mức tín dụng hạn chế hơn trong mối tương quan với thu nhập, đặc biệt là đối với những người làm chủ doanh nghiệp riêng, vốn không trình ra được tiền lương của họ. Mặc dù lãi suất thế chấp có thể giảm khi ngân hàng trung ương hạ lãi suất chính thức, tỷ lệ thất nghiệp cao vẫn khiến mọi người thận trọng. Nhưng một khi bong bóng xì hơi, nó sẽ có xu hướng giảm mạnh hơn vì “bong bóng tinh thần” của những năm phát triển vượt bậc đã mở đường cho các kỳ vọng giá sẽ tăng thêm. Các đợt giá giảm trên thị trường nhà ở thường kéo dài từ ba đến năm năm và việc giảm từ giá đỉnh đến giá sàn cách nhau khoảng 30-50% hoặc nhiều hơn trong điều kiện thực tế vốn đã phổ biến trong quá khứ. Với lạm phát giá tiêu dùng hiện nay thấp hơn so với phần lớn 50 năm qua, và nguy cơ lạm phát âm, thì sự giảm giá trong thực tế lần này sẽ cho thấy phần lớn là giá danh nghĩa. Tuy nhiên, cuối cùng thì mức độ giảm giá sẽ phụ thuộc vào việc nền kinh tế chuyển biến xấu như thế nào.

GIÁ NHÀ TẠI MỸ

Mức độ vỡ nợ của thị trường nhà ở Mỹ sẽ rất quan trọng đối với tất cả mọi người do các liên quan của nó đối với nợ trong hệ thống tài chính trên thế giới. Theo tính toán của tôi, giá nhà, được tính toán theo chỉ số S&P Case Shiller sẽ cần phải giảm 40% từ đỉnh xuống sàn chỉ để đạt đến giá trị hợp lý. Điều này tương đương với mức giảm khoảng 25% trên chỉ số của chính phủ. Nhưng một sự sụt giảm thậm chí còn lớn hơn

vẫn có thể xảy ra nếu nền kinh tế suy giảm mạnh và kéo dài. Đợt sụt giảm giá cả năm 2007-2008 ban đầu đã tập trung vào một số khu vực có giá bong bóng, cụ thể là California, Florida, Nevada và Arizona, nhưng tôi cho rằng tai họa sẽ còn mở rộng ra các khu vực khác, ngay cả những khu vực mà ban đầu rất ít bị ảnh hưởng. Cũng như các gợn sóng của bong bóng nhà ở đang dần lan rộng, các cơn lốc xoáy của sự thua lỗ sẽ trở lại và lan ra gần khắp mọi nơi trước khi kết thúc. Sự thua lỗ cũng dần trở nên hiển nhiên với tất cả mọi người. Nếu nhà của bạn trị giá thấp hơn 10% so với năm ngoái thì có khi bạn còn không biết điều đó, trừ phi bạn đang cố gắng bán nó. Các định giá luôn thay đổi. Hơn nữa, trừ phi bạn mua ngay tại đỉnh,còn không thì có thể bạn sẽ thấy khá thoải mái. Nhưng khi giá trong khu vực của bạn đang rõ ràng giảm đi 20 hay 30%, và mọi người đều bi quan rằng nó còn giảm thêm thì thật khó thờ ơ được nữa.

Trước khi đợt suy giảm kết thúc, có vẻ như hơn 1/3 dân số Mỹ mua nhà thế chấp sẽ nhận ra rằng nhà của họ đáng giá còn thấp hơn khoản nợ. Các con số thì cao, một phần là do nhiều người vay thế chấp mới hoặc vay mua nhà nhưng không chuyển nhà. Dữ liệu của chính phủ cho thấy tổng giá trị các ngôi nhà vào cuối năm 2007 là khoảng 22 nghìn tỷ USD, với 10,5 nghìn tỷ là vay thế chấp, kể cả hạn mức vay dựa trên trị giá nhà [119]. Nhưng khoảng ¼ số nhà là được sở hữu thẳng, do đó, nếu chúng ta xem giá trị của chúng cũng chiếm ¼, như vậy còn lại 16,5 nghìn tỷ USD tài sản nhà ở so với 10,5 nghìn tỷ USD vay nợ. Một đợt giảm giá 37% sẽ xóa sạch mọi vốn liếng, nhưng tất nhiên đây chỉ là con số trung bình. Một số người sẽ gặp rắc rối lớn và những người còn lại vẫn sống tốt. Không ai biết được có bao nhiêu người sẽ phá sản. Rất nhiều người sẽ gặp rắc rối nhỏ và nhiều người đã đặt cọc nhiều sẽ không muốn bỏ đi. Những người khác sẽ không muốn rời khỏi nhà. Hơn nữa, tôi hy vọng các nỗ lực của chính phủ làm giảm số lượng các vụ tịch thu tài sản và giảm lãi suất thế chấp sẽ có một số hiệu quả giúp giảm thiệt hại. Tuy nhiên, sự tương tác nguy hiểm giữa nền kinh tế yếu

kém, giá nhà giảm và tổn thất cho các ngân hàng sẽ còn tiếp tục.

GIÁ NHÀ TẠI ANH

Tại Anh, rủi ro là khá lớn, có thể còn lớn hơn. Các gợn sóng bong bóng của Anh đã lan đến khắp mọi ngõ ngách, không giống như ở Mỹ, nơi một vùng rộng lớn ở trung tâm đất nước đã không bị ảnh hưởng. Việc giá nhà ở giảm từ đỉnh xuống sàn khoảng 30% có vẻ không thể tránh khỏi, trong khi rủi ro là mặt trái của vấn đề. Sự sụt giảm gần 50% là kết quả nhiều khả năng nhất và các thiệt hại của trật tự đó chắc chắn sẽ xuất hiện trong một số lĩnh vực. Niềm hy vọng rằng London và khu vực phía Đông Nam ổn định hơn các khu vực còn lại hoặc sẽ nhanh chóng khôi phục lại vị thế có vẻ như đã bị phá hủy bởi một giai đoạn suy thoái kéo dài trong ngành công nghiệp tài chính, lĩnh vực hàng đầu của London. Ngoài ra, tình trạng nhập cư trong những năm gần đây, vốn đã giúp thêm nhiên liệu cho bong bóng, có khả năng đảo ngược vì những người trẻ tuổi từ Châu Âu và các nơi khác đã kéo nhau rời bỏ nước Anh khi việc làm trở nên khan hiếm. Điều này cũng có nghĩa là giá cho thuê nhà sẽ giảm, một sự thất vọng khác cho các nhà đầu tư.

GIÁ NHÀ TẠI CANADA

Giá nhà tại Canada nhìn chung đã ít bị thổi phồng hơn các nước khác ở phía Nam. Giá cả tại Toronto tăng mạnh theo thời gian, nhưng chúng đã bắt đầu ở mức thấp từ giữa thập niên 1990 sau đợt nổ tung của bong bóng năm 1990. Tuy nhiên, về tổng thể, người ta có thể kỳ vọng một mức sụt giảm đáng kể, ít nhất là 30% theo dự đoán của tôi, trong đó khu vực chịu sự quản lý của nhà nước và ngoại vi thành phố có mức rủi roc cao. Tuy nhiên, các thành phố của Canada có khả năng bị ảnh hưởng xấu nhất là Vancouver, Calgary, và Edmonton, khi giá cả tăng lên các mức rất cao trong những năm gần đây. Tại Vancouver, việc Thế vận hội Mùa đông sẽ được tổ chức vào năm 2010 đã kích hoạt một làn sóng phát triển chế độ quản lý nhà nước mới trong khu thương mại, trong khi Calgary và Edmonton đã được kích động bởi đợt bùng bổ dầu hỏa, với các mức giá gấp đôi trong chưa đến hai năm vào khoảng 2005-

2007. Giá cả khi đó sẽ phụ thuộc một phần vào giá dầu trên thế giới trong những năm tới, nhưng có tiềm năng là giảm rất mạnh, lên đến 50%, khi nguồn cung theo kịp nhu cầu.

Nói lạc đề một chút, theo tôi thấy khá rõ ràng rằng giá dầu tăng giữa năm 2001 và 2008, từ dưới 20 USD/thùng lên đến gần 150 USD/thùng, đã phát triển một bong bóng toàn diện. Nó phù hợp với các dữ liệu về bong bóng (xem trang 43). Như thường lệ, nó được dựa trên một phát triển chính thống mới, đó là sự nổ tung bất ngờ của tăng trưởng công nghiệp nhanh chóng tại Trung Quốc và Ấn Độ. Nó cũng mang lại các công cụ mới vì dầu và hàng hóa đã trở thành một phần quan trọng trong danh mục của nhiều nhà đầu tư, thường xuyên sử dụng ETFs và các phương tiện mới khác. Nó khiến cho giá được định quá cao rất rõ ràng trong mối liên quan với chi phí. Chi phí biên của dầu mới chưa bao giờ lên đến hơn 80 USD/thùng, trong ngay cả những đánh giá hào phóng nhất, và trên thực tế, vẫn có một lượng lớn dầu với mức giá thấp hơn 50 USD. Thị trường dầu mỏ chắc chắn đã thu hút được nhiều sự chú ý của các phương tiện truyền thông và bong bóng đã có thần chú riêng, "đỉnh dầu" [120] (ý rằng chúng ta sẽ sớm hết dầu trong tương lai). Cuối cùng, giá dầu đã tăng mạnh sau khi Hoa Kỳ cắt giảm lãi suất mạnh từ giữa tháng 8/2007 đến tháng 3/2008, do đó lãi suất thấp và đồng USD yếu đã giúp tiếp thêm nhiên liệu cho bong bóng.

Một số người phủ nhận việc dầu có thể lâm vào thời kỳ bong bóng vì giá dầu không phải là giá tài sản mà là giá của một hàng hóa được tiêu thụ. Theo quan điểm này, vì không có một dấu hiệu nào cho thấy các nhà đầu cơ tích trữ các bồn dầu nên sự tăng giá phải phản ánh mức cung - cầu thật sự. Nhưng nếu cho rằng như vậy thì nghĩa là đã bỏ qua vai trò của những kỳ vọng giá trong tất cả các bong bóng. Trong trường hợp này, đó chính là các kỳ vọng giá của một số nhà cung cấp đã trữ hàng, thay vì đẩy mạnh nguồn cung càng nhiều càng tốt.

Khi lịch sử kinh tế của năm 2008 được viết ra, tôi nghi ngờ sẽ có nhiều lời chỉ trích các nước thành viên OPEC vì đã không tăng nguồn

cung đủ khi giá tăng nhanh, điều vốn có thể giúp đỡ một cách đáng kể trong việc giảm nhẹ sự sụt giảm kinh tế. Người tiêu dùng sẽ không phải đối mặt với cú sốc nhiên liệu vào mùa hè năm 2008 và các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới có thể đã không phải tăng lãi suất (hoặc từ chối cắt giảm) cũng như sức ép từ sự phá sản thị trường nhà ở Mỹ cũng mạnh mẽ hơn. Mọi người đều dự đoán xem giá dầu sẽ kết thúc ở đâu. OPEC sẽ cố gắng ngăn không cho giá giảm quá thấp. Nhưng tôi tin rằng trong dài hạn giá sẽ là 30-60 USD, đâu đó gần với chi phí biên. Điều này sẽ làm thất vọng nhiều người, nhưng nó vẫn là mức giá hơn gấp đôi giá của năm 2001. Tôi cho rằng hoàn toàn có thể cân bằng cung - cầu trong dài hạn.

Thật không may, nếu tôi đúng, tài sản của nhiều quốc gia và khu vực phụ thuộc nhiều vào giá dầu sẽ thiệt hại. Các nước này bao gồm Nga, Trung Đông, các nước vùng Nam Âu, Venezuela và các quốc gia khác, cũng như các khu vực như Alberta và Texas. Nhiều quốc gia đã hoạch định ngân sách một cách thận trọng hoặc xây dựng quỹ dự trữ, tuy nhiên, tôi nghĩ rằng nền kinh tế của họ sẽ chậm lại đáng kể. Nhiều người cũng đã nhìn thấy bong bóng giá nhà (và cũng là bong bóng bất động sản thương mại) bắt đầu nổ tung. Thật vậy, các dấu hiệu của tai họa đã xuất hiện ở Nga và Trung Đông, bị làm trầm trọng thêm bởi cuộc khủng hoảng tài chính đã đột ngột cắt nguồn tài trợ. Giá than đá và khí đốt tự nhiên cũng có khả năng giảm lại đã làm tổn hại đến các quốc gia như Úc. Bong bóng giá nhà ở Úc đã bắt đầu rạn nứt trong năm 2008 và tôi nghi ngờ rằng sẽ giảm xuống đến điểm không có lợi nhuận trong năm 2009 khi bong bóng tinh thần đảo chiều.

GIÁ NHÀ TẠI CHÂU ÂU

Bong bóng giá nhà khổng lồ tại Tây Ban Nha và Ireland đã được tháo gỡ nhanh trong năm 2008, đưa cả hai quốc gia vào tình trạng suy thoái. Tây Ban Nha có thể đã có đợt bùng nổ xây dựng mạnh mẽ nhất trong tất cả các quốc gia, ít nhất là đối với ngoài khu vực Trung Đông, và việc xây dựng quá mức của những năm gần đây sẽ cần phải mất

nhiều thời gian để hấp thụ. Tây Ban Nha cũng là một ví dụ thú vị của việc bùng nổ tài sản nghỉ dưỡng vốn đóng một vai trò đáng kể trong bong bóng thế giới. Giá nhà gần bờ biển tăng rất nhanh vì người nước ngoài (cũng như dân địa phương) đều đổ xô đi mua để tận hưởng ánh nắng mặt trời. Ở một chừng mực nào đó thì hành động mua vào này đã gây ra các làn sóng cho các nước khác, với tiền tệ của Anh, Ireland và Nga bị đặc biệt ảnh hưởng. Tại Mexico, vùng Caribbean và một phần châu Á, giá nhà nghỉ cũng tăng khi các làn sóng bong bóng lan ra. Ở tất cả các khu vực này, giờ đây có vẻ như sẽ là một giai đoạn giảm giá hoặc chấn chỉnh kéo dài. Xét về hình thức trước đó, sự suy yếu có thể còn kéo dài hơn so với các trung tâm thương mại. Một trong những vấn đề của nhà nghỉ là lợi nhuận cho thuê khá thấp, bị làm trầm trọng thêm bởi sự suy yếu kinh tế và nguồn cung dư thừa, do đó, những người mua tiềm năng đã rút lui trong một thời gian dài.

Tôi đã nói rằng các thị trường giá giảm trong nhà ở có xu hướng kéo dài vài năm và rằng các nhà đầu tư sẽ rất khôn ngoan chờ đợi. Hãy luôn ghi nhớ khái niệm từ tài chính hành vi về neo tâm lý mà chúng ta đã gặp trong Chương 9. Đây là xu hướng của các nhà đầu tư xem giá ban đầu của một tài sản là giá bình thường mà cuối cùng nó sẽ quay trở lại. Tôi muốn lặp lại rằng việc một bất động sản ngày nay có giá chỉ bằng một nửa trong thời kỳ bong bóng không có nghĩa rằng đó là một khoản đầu tư tốt. Có thể là nó chỉ đang quay lại mức giá bình thường. Thật không may, sau mỗi đợt bong bóng, các mức giá đỉnh có thể không còn tìm lại được trong nhiều năm sau đó, trong nhiều thập kỷ hay thậm chí là không bao giờ. Chúng ta lấy một ví dụ từ thị trường chứng khoán, tại thời điểm tôi viết quyển sách này thì chỉ số thị trường chứng khoán Nikkei của Nhật là dưới 10.000. Nếu nó mang lại lợi nhuận cho nhà đầu tư là 8%/năm (như tôi đã nêu ra trong chương 10 rằng đây là mức mà các nhà đầu tư chứng khoán có thể kỳ vọng), nó sẽ cần đến hơn 20 năm để trở lại mức giá đỉnh của năm 1990. Tức là nhìn chung các nhà đầu tư đã mua vào trong năm 1990 sẽ phải chờ đợi hơn ba thập kỷ nữa để hòa

vốn!

CÁC CHÍNH SÁCH MỚI CỦA CHÍNH PHỦ?

Thị trường nhà ở phá sản, khủng hoảng tài chính và suy giảm kinh tế đã châm ngòi cho các tranh luận chính về chính sách. Đôi khi các đợt khủng hoảng ở mức độ này sẽ mang đến những sự thay đổi chính sách tột đỉnh khi có các phản đối đòi hỏi thay đổi cơ cấu và các chính phủ cảm thấy được trao quyền để thực hiện các hành động quyết liệt. Chắc chắn rằng cuộc tranh luận sẽ phân chia theo hai tuyến như thông lệ: quản lý của chính phủ đối đầu với thị trường tự do . Thoạt nhìn, nhiều khía cạnh của sự sụp đổ cho thấy một sự thất bại rõ ràng của thị trường, hoặc theo quan điểm của một số người là gần như toàn bộ sự sụp đổ là do khu vực tư nhân gây ra. Đây là bài học mà nhiều người đã rút ra từ kinh nghiệm của thập niên 1930, theo đó ảnh hưởng đến chính sách của chính phủ trong gần bốn thập niên sau đó, khi các chính phủ mở rộng vai trò, can thiệp, điều hành và thậm chí là sở hữu phần lớn nền kinh tế.

Những người ủng hộ sự can thiệp của chính phủ vào nền kinh tế đã chuyển sang thế "phòng thủ" từ giữa thập niên 1970, trên thực tế là kể từ lúc nền kinh tế thế giới đối mặt với cuộc khủng hoảng kinh tế lớn cuối cùng với lạm phát tăng và tăng trưởng kinh tế giảm mạnh. Cuộc khủng hoảng đó đã được giải thích (đúng như quan điểm của tôi) là bộc lộ các hạn chế của việc đánh thuế cao và vai trò điều hành rộng lớn của chính phủ. Với việc có quá nhiều người giải thích cuộc khủng hoảng gần đây nhất là sự bộc lộ các hạn chế của việc bãi bỏ quy định (deregulation, hay "giải quy") và thị trường tự do, nên nói một cách hình ảnh thì "các con lắc có thể đang quay ngược lại".

Có bằng chứng mạnh mẽ cho thấy rằng việc bãi bỏ quy định trong các năm sau đó, trong mọi thứ từ giao thông đến bán lẻ, giá cả, thị trường lao động, và tất nhiên là hệ thống ngân hàng, đã mang lại lợi nhuận khổng lồ trong phúc lợi. Nhưng giờ đây chính những tín đồ của thị trường tự do lại đang bảo thủ. Những người nhiệt tình với sự can thiệp của chính phủ đang tích cực tìm hiểu làm thế nào để can thiệp vào

cả thị trường nhà ở và hệ thống tài chính để khắc phục cuộc khủng hoảng hiện nay. Chính phủ nhiều nước đã can thiệp sâu vào hệ thống tài chính bằng cách bơm thêm vốn vào các ngân hàng (và trong một số trường hợp đã chiếm luôn quyền sở hữu). Tôi hy vọng rằng điều này chỉ là tạm thời, và cuối cùng thì các ngân hàng sẽ hoàn toàn nằm lại vào tay tư nhân. Nhưng không ai đặt vấn đề là chúng ta sẽ phải thực hiện mọi việc khác đi trong tương lai. Trước tiên chúng ta cần phải thoát ra khỏi cuộc khủng hoảng hiện nay. Sau đó, chúng ta cần củng cố hệ thống để nó ít có cơ hội diễn ra lần nữa. Vấn đề là những thay đổi nào thì cần thiết?

Một trong những vấn đề được nhấn mạnh là liệu chính phủ các nước có nên cố gắng ngăn chặn giá nhà giảm quá nhiều hay không. Thoạt nhìn có vẻ như rất rõ ràng rằng phải cố gắng ngăn chặn một đợt sụt giảm nghiêm trọng, ngoài các cấp độ "cân bằng", để giảm thiểu các hậu quả kinh tế và xã hội. Nhưng điều này đi kèm với một số cảnh báo. Thứ nhất, sẽ có nguy hiểm cho tiền nộp thuế nếu giá nhà chưa giảm một cách đáng kể so với các mức giá quá cao của những năm gần đây. Thứ hai, sự gia tăng giá trị tài sản đã thể hiện việc tái phân phối sự giàu có từ những người trẻ tuổi sang những người lớn tuổi hơn (ít nhất là trên giấy tờ), vốn không có ý nghĩa gì theo quan điểm xã hội. Giá nhà thấp là rất đáng mong ước vì sẽ giúp những người trẻ tuổi bước vào thị trường nhà ở dễ dàng hơn và sẽ giúp đưa thị trường nhà ở trở lại thị trường chỗ ở, chứ không phải là một nơi để đầu tư. Thứ ba, cần phải có sự nghi ngại nghiêm túc về việc liệu chính phủ các nước có thể thật sự ngăn chặn việc giảm giá thị trường hay không, ít nhất là không chi tiêu nhiều tiền hơn cần thiết. Cuối cùng, luôn có nguy cơ gieo rắc hạt mầm cho các bong bóng tiếp theo, nếu hành vi sai lầm của 10 năm qua không được trừng phạt đầy đủ. Ở đây chúng ta không bàn về hình phạt, mà đơn thuần chỉ để nhấn mạnh tầm quan trọng của tất cả mọi người, từ người mua đến người cho vay và các nhà hoạch định chính sách, phải nhận thức được đầy đủ các rủi ro trong mọi giá cả tài sản, bao gồm cả bất

động sản.

Đối với lĩnh vực tài chính, vấn đề cấp thiết là làm thế nào để giữ nguồn vốn lưu thông trong kinh doanh và tín dụng tiêu dùng, trong khi các ngân hàng tái xây dựng bảng cân đối kế toán. Điều này mang tính sống còn, nhưng vẫn còn có một câu hỏi là bao nhiêu người sẽ muốn vay tiền. Quá trình giảm đòn bẩy tài chính (deleveraging process) khi các ngân hàng, quỹ đầu cơ, nhà đầu tư và người tiêu dùng giảm tổng số tiền vay sẽ còn có thể tiếp tục trong một vài năm. Các quỹ đầu cơ có thể giảm quy mô tương đối nhanh, nhưng việc giảm nợ của khu vực hộ gia đình có thể mất một thời gian đáng kể. Mọi người có thể trả nợ bằng cách bán tài sản hoặc chi tiêu ít hơn thu nhập, tất nhiên điều này có nghĩa là tăng trưởng kinh tế yếu đi. Nếu họ không trả được nợ, người cho vay phải bán mọi tài sản đã xiết nợ.

Trong môi trường của một nền kinh tế yếu kém và giá tài sản giảm như vậy, các ngân hàng chắc chắn sẽ rất thận trọng. Tôi đã lập luận rằng hạ lãi suất là một phần của câu trả lời, nhưng chúng ta có thể quan tâm đến những cách khác, kể cả cấm tịch thu tài sản hoặc yêu cầu các ngân hàng phải kiên nhẫn hơn với các khoản nợ xấu, mặc dù điều đó không rõ ràng rằng họ sẽ làm được gì nhiều hơn là làm chậm sự điều chỉnh. Một vấn đề khác cũng có thể nảy sinh là chính phủ tạo áp lực buộc các ngân hàng đẩy mạnh tín dụng. Đây là một vấn đề khó. Rõ ràng là nền kinh tế sẽ gặp vấn đề nếu các ngân hàng thận trọng quá mức. Nhưng nếu các chính phủ cố gắng ép buộc các ngân hàng cho vay thì hậu quả sẽ rất khó dự đoán. Có thể khi tất cả các ngân hàng cùng tăng cho vay thì hậu quả xấu nhất của việc suy giảm kinh tế có thể được hạn chế. Nhưng chính sách này chỉ có thể khiến các ngân hàng thiệt hại thêm và người nộp thuế gặp thêm rắc rối.

Một nguy cơ khác trong môi trường này là quá trình giảm lạm phát giá tài sản dẫn đến áp lực chính trị để tạo ra lạm phát, đó là lạm phát giá tiêu dùng. Về nguyên tắc, một cơn sóng lạm phát có thể làm tăng tất cả giá tài sản và giải cứu nhiều con nợ cũng như ngân hàng. Việc này

thường xuyên được thực hiện trong quá khứ, với Indonesia là một ví dụ điển hình trong giai đoạn 1998-1999. Indonesia đã bắt đầu bơm tiền trong năm 1998 và giá cả đã tăng gần gấp đôi trong hơn một năm. Điều đó chỉ mang đến một ít hiệu quả vì phần lớn nợ của Indonesia là bằng ngoại tệ, nhưng nó đã làm dịu tình hình cho một số con nợ và ngân hàng. Thật không may, điều này đã đẩy chi phí lên chủ nợ và làm tổn hại tất cả những ai có thu nhập cố định, kể cả nhiều người nghỉ hưu.

Theo quan điểm của tôi, rất khó có khả năng các chính phủ và ngân hàng trung ương của các nước lớn sẽ cố tình chọn đi theo con đường lạm phát. Ngày nay, các thỏa thuận thể chế để giữ lạm phát giá tiêu dùng ở mức thấp đang rất mạnh, trong khi các ký ức của thập niên 1970 vẫn còn rất sống động. Ở Mỹ, điều này chắc chắn là không có hiệu quả. Hầu hết các khoản thế chấp hiện nay là các khoản thế chấp tiêu chuẩn 30 năm với lãi suất cố định, lãi suất cao hơn rất xa lãi suất Trái phiếu Kho bạc kỳ hạn 10 năm. Hễ có bất kỳ dấu hiệu nào của lạm phát thì lãi suất Trái phiếu sẽ tăng, làm tăng lãi suất vay thế chấp và làm tổn hại thị trường nhà ở. Tại Anh, có lẽ nguy cơ lạm phát còn cao hơn, đặc biệt là khả năng đồng bảng sẽ yếu đi trong các năm tới. Tuy nhiên, Ngân hàng Trung ương Anh (không giống như Fed) chỉ có một mục tiêu, đó là giữ lạm phát ở mức 2%, và vì vậy tôi nghi ngờ rằng rủi ro sẽ lớn đến thế ít nhất trong ngắn hạn và trung hạn, ví dụ như đến 5 năm. Hơn nữa, với một nền kinh tế suy yếu như hiện tại, và với tiền lương có khả năng đứng yên hoặc thậm chí là cắt giảm với nhiều người trong năm 2010, thì giảm phát chắc chắn là nguy cơ lớn hơn.

Mặc dù chính phủ và ngân hàng trung ương các nước có thể không chủ ý chọn lạm phát, nhưng một số người vẫn tin rằng nguy cơ đặt áp lực thúc đẩy nền kinh tế và hỗ trợ giá tài sản giá sẽ mang lại xu hướng lạm phát trong dài hạn. Người ta có thể cho rằng đây là những gì xảy ra trong thập niên 1960 và 1970, trong phản hồi bị trì hoãn lâu ngày đối với các thảm họa của thập niên 1930. Sau năm năm hoặc nhiều hơn, điều này có thể sẽ là vấn đề. Nhưng đối với những năm sắp tới, tỷ lệ thất

nghiệp cao sẽ mang lại các áp lực giảm lạm phát hoặc giảm phát mạnh mẽ.

Tuy nhiên, có một nhu cầu cấp thiết cần phải suy nghĩ lại về các chế độ theo đuổi lạm phát mục tiêu trong giai đoạn khoảng 15 năm trở lại đây. Bong bóng tài sản không nên được phép bỏ qua mà không nghiên cứu, và mặc dù bản thân chính sách tiền tệ không phải là toàn bộ câu trả lời thì nó cũng sẽ là một phần. Tôi không chắc rằng các quan chức ngân hàng trung ương đã học được bài học này và rằng một trong những kết quả của cuộc khủng hoảng sẽ là cuối cùng khi các nền kinh tế thoát ra khỏi tình trạng suy yếu hiện tại thì lãi suất sẽ được kéo lên nhanh hơn trong quá khứ. Điều này đòi hỏi phải can đảm, đặc biệt là nếu sự suy yếu kinh tế kéo dài, nhưng nó cần thiết. Một điều thậm chí còn quan trọng hơn là chống lại đợt bùng nổ tiếp theo thật mạnh mẽ, bất cứ khi nào nó xuất hiện. Chúng ta cần phải quay lại châm ngôn từ xưa của ngân hàng trung ương, rằng vai trò của ngân hàng trung ương là "lấy đi các chai rượu trước khi bàn tiệc không còn kiểm soát được nữa".

Một chính sách định ra lạm phát mục tiêu đơn giản thì không đủ. Một trong những sai lầm lớn là cho rằng lạm phát là một chỉ báo chậm trong chu kỳ. Nó chỉ trở thành một vấn đề ở giai đoạn cuối của một đợt bùng nổ kinh tế hoặc thậm chí còn sau đó nữa. Tôi hy vọng rằng trong tương lai, chính sách tiền tệ sẽ có được nhiều không gian do hành vi tín dụng kết hợp và có lẽ tiền cũng vậy. Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã lưu ý về tăng trưởng tín dụng, vốn được theo dõi một cách chặt chẽ cùng với tăng trưởng tiền tệ và lạm phát. Vấn đề là tổ chức này đã không hành động. Tín dụng vẫn tăng trưởng tốt với hai chữ số trong suốt giai đoạn 2006-2007 và chính sách tiền tệ đã không phản ứng. Trên thực tế, phần lớn tăng trưởng tín dụng là do các bong bóng nhà ở tại Tây Ban Nha và Ireland, trong đó nêu bật một vấn đề là phụ thuộc quá nhiều vào chính sách tiền tệ để giải quyết vấn đề.

Nhưng thậm chí liệu chúng ta có cần phải lo lắng về nhiều bong

bóng hơn nữa trong môi trường hiện tại không? Với sự khan hiếm tín dụng, nền kinh tế yếu kém và tất cả mọi người đều bi quan thì các bong bóng mới sẽ như thế nào? Khi bong bóng chứng khoán vỡ tung vào năm 2000-2003, lãi suất thấp đã nhanh chóng thổi phồng bong bóng nhà ở, nhưng lần này cả bong bóng cổ phiếu và nhà ở đều được hạ nhiệt trong một thời gian. Trên thực tế, tôi nghĩ có vẻ chúng ta sẽ rất khó nhìn thấy các đợt bong bóng lớn mới trong vài năm tới, ít nhất là tại Mỹ hoặc châu Âu. Chúng ta có thể nhìn thấy bong bóng trong các lĩnh vực khác, có thể là vàng hoặc ở các nước đang phát triển, nhưng chúng ta sẽ không thấy một bong bóng nguy hiểm rộng khắp ở các quốc gia lớn trong một vài năm nữa.

Điều này không có nghĩa là nó sẽ không xảy ra lần nữa. Thật vậy, có một số bằng chứng rằng bong bóng bất động sản tái diễn với một tần số thường xuyên, trung bình khoảng 18 năm. Chu kỳ của tần số này đã lần đầu tiên được ghi nhận trong một nghiên cứu cổ điển của Homer Hoyt, viết về giá đất ở Chicago trong thập niên 1930. [121] Dữ liệu quá khứ là một điều gì đó hạn chế, nhưng chúng ta có một số dữ liệu tốt dài hạn cho Amsterdam và Oslo cũng ủng hộ nhận định này. [122] Cũng thật thú vị rằng các mức đỉnh thị trường nhà ở của Mỹ, Anh, Canada và Tây Ban Nha trong giai đoạn 2006-2008 đã rất gần mốc 18 năm, sau các mức đỉnh trước đó trong giai đoạn 1989-1990. [123] Do đó, thật ngớ ngẩn khi tin rằng bong bóng sẽ không tái diễn. Thay vào đó, ngay từ bây giờ chúng ta cần phải có một cấu trúc tổ chức lành mạnh để hạn chế bong bóng kế tiếp. Điều này đặc biệt quan trọng vì khi đó, cuộc khủng hoảng hiện thời sẽ chỉ là ký ức.

Theo quan điểm của tôi, điều này không nhất thiết có nghĩa là chúng ta cần có quy định chặt chẽ hơn (stronger regulation), mà là quy định tốt hơn (better regulation), chính xác hơn là việc triển khai một cách thích hợp các quy định đó. Ví dụ, sẽ là không hợp lý nếu các ngân hàng trung ương áp đặt các quy định về vốn đầu tư rất nghiêm ngặt lên các

ngân hàng, rồi sau đó đứng yên khi họ đưa tài sản ra khỏi bảng cân đối kế toán thông qua các công cụ tư bản được che đậy kém, các công cụ này hóa ra không hề độc lập với họ. Hay trong trường hợp của những người cho vay dưới chuẩn ở Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã được quyền điều hành các tổ chức này một cách chặt chẽ hơn, nhưng họ đã không lựa chọn làm như thế.

Có một ghi nhận quan trọng từ lịch sử của bong bóng cần phải được lưu ý ở đây. Các bong bóng gần như luôn mang đến những người cho vay mới, với các kỹ thuật tín dụng mới. Vì vậy, các quy định và cấu trúc điều hành mà tôi mong đợi trong vài năm tiếp theo cũng cần phải bao gồm các phương thức phản hồi lại điều này một cách nhanh chóng khi nó xảy ra. Sẽ không tốt nếu chúng ta đưa ra một cấu trúc khổng lồ mới để điều hành những người cho vay hiện hữu, mà lại không đoán trước được quá trình thay đổi trong thời kỳ bong bóng.

Các ngân hàng đầu tư đã cho thấy họ là một trong những liên kết yếu nhất trong bong bóng nhà ở. Đây đơn thuần là một vấn đề của hệ số đòn bẩy. Trong khi các ngân hàng thương mại Mỹ thường có tổng tài sản khoảng 20 lần vốn đầu tư thì một ngân hàng đầu tư thường hoạt động ở mức gần 30 lần. Các ngân hàng đa mục đích, với hoạt động đầu tư mạnh, cũng có xu hướng có hệ số đòn bẩy tương đối cao hơn, đặc biệt là ở châu Âu. Các nhà điều hành đã chấp nhận hệ số đòn bẩy cao vì người ta tin rằng nhiều tài sản được nghi vấn vẫn an toàn. Và điều này quay lại ảo giác về giá trị nhà ở trong các đợt bong bóng. Nhưng chúng ta sẽ cần phải tập trung hơn vào tổng hệ số đòn bẩy trong tương lai. Nếu chỉ phụ thuộc vào phép tính vốn đầu tư được điều chỉnh rủi ro (risk-adjusted capital) thì sẽ không đủ, vì rủi ro có thể bị tính toán sai. Hệ số đòn bẩy đơn giản, tỉ lệ tài sản so với nguồn vốn, cần phải được theo dõi chặt chẽ.

Tôi mong đợi các quy định sẽ được thắt chặt và các nhà điều hành sẽ năng động và gay gắt hơn, mặc dù tôi cũng hy vọng rằng họ sẽ không hành động quá trớn. Tôi cũng hy vọng rằng họ đủ sức và kiên trì giữ nó

đến năm 2020, khi các dấu hiệu đầu tiên của đợt bong bóng bất động sản lớn kế tiếp sẽ xuất hiện! Một ghi nhận bên lề thú vị ở đây là các nước lớn và các ngân hàng trung ương chủ chốt có vẻ học được rất ít từ đợt bong bóng Châu Á và cuộc khủng hoảng tài chính sau đó vào cuối thập niên 1990, mặc dù đã có các đợt tương tự gây ấn tượng mạnh ở Mỹ thời gian này. Hy vọng rằng ngày nay, các nước châu Á đang học hỏi từ cuộc khủng hoảng của các nước lớn này, vì theo chu kỳ 18 năm, thị trường bất động sản châu Á có thể lại lâm vào thời kỳ bong bóng sớm hơn, với đỉnh vừa qua là giai đoạn 1995-1997.

Để tiêu diệt bong bóng thì chúng ta cần bóp nghẹt hoàn toàn hệ thống ngân hàng, theo cách đã từng làm trong giai đoạn giữa thế kỷ XX. Chúng ta cũng có thể cần đợt suy yếu hiện tại chuyển thành cái gì đó thật sự tồi tệ, tương tự như thập niên 1930, để những kiểu rủi ro cao sẽ tạm rút lui trong vòng một thế hệ. Thậm chí khi đó, tôi cũng không chắc rằng bong bóng sẽ hoàn toàn biến mất, đặc biệt là trong thị trường chứng khoán. Vì vậy, mặc dù bong bóng có thể biến mất một thời gian, tôi chắc chắn rằng chúng sẽ trở lại. Trong ngắn hạn, chúng ta phải làm sao để sống sót qua khỏi các hậu quả của bong bóng nhà đất này trước đã.

Cuối cùng, bong bóng phát sinh vì hành vi thị trường không phải lúc nào cũng có lý; và bởi các chính phủ và ngân hàng trung ương luôn sẵn sàng hỗ trợ giá tài sản khi chúng giảm hơn là chống lại khi chúng đang tăng. Và tôi không chắc rằng có điều nào trong số này sẽ thay đổi hay không. Lịch sử sẽ cho chúng ta biết liệu đợt phá sản hiện nay có đủ tồi tệ để đàn áp tư tưởng rủi ro cao trong vòng một thế hệ hay không, hay liệu cuộc khủng hoảng sẽ qua đi nhanh chóng và sau đó tự thân các bong bóng lại tái xuất hiện cũng nhanh không kém. Dù bằng cách nào đi nữa, chúng ta cũng cần phải nhận thức nhiều hơn về các nguy cơ, cũng như cần một sự thay đổi trong chính sách phớt lờ các bong bóng, vốn đã trở nên chính thống trong những năm gần đây.

[117] . Tham khảo Quan điểm của Cục dự trữ Liên bang (A View from the Federal Reserve) của Ben Bernanke, bài nói chuyện trước Hiệp hội Quốc gia về Kinh tế, ngày 07/10/2008. Có trên website www.nabe.com.

[118] . Tham khảo Khủng hoảng ngân hàng hệ thống: cơ sở dữ liệu mới (Systemic Banking Crises: A New Database) của Luc Laeven và Fabien Valencia, Nghiên cứu khoa học của IMF số 224, tháng 9/2008.

[119] . Tham khảo bảng B.100, Bảng Cân đối Kế toán của các tổ chức hộ gia đình và Phi lợi nhuận trong Flow of Funds Accounts , Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, được công bố hàng quý.

[120] . Peak oil: thuật ngữ chỉ thời điểm mà sản lượng dầu toàn cầu đạt mức tối đa, sau đó sẽ bắt đầu giảm xuống vĩnh viễn

[121] . Tham khảo Giá trị đất đai trong 100 năm ở Chicago (100 years of Land Values in Chicago) của Homer Hoyt, Arno Press, năm 1970 (ấn bản đầu tiên năm 1933).

[122] . Tham khảo "A Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628–1973" của See Piet Eichholtz, Real Estate Economics , số 25, trang 175–192, năm 1997, và tác phẩm House Prices in Norway 1819–1989 của Oyvind Eitrheim và Solveig K. Erlandsen, Norges Bank, Oslo, ngày 11/11/2004.

[123] . Tôi chân thành cảm ơn ý kiến về chu kỳ 18 năm của Fred Harrison. Tham khảo quyển sách tuyệt vời của ông ấy, quyển Bùng nổ và vỡ tan: giá nhà, ngân hàng và suy thoái năm 2010 (Boom Bust: House Prices, Banking and the Depression of 2010), Shepheard Welwyn, năm 2005. Thời gian dự tính của Fred có lẽ gần với thực tế một cách đáng lo ngại.